Insiderwissen und Insiderinformationen in strafrechtlicher Sicht

mit Darstellung ausländischer Regelungen

INAUGURALDISSERTATION

zur Erlangung der Würde eines Doctor iuris
der Rechts- und wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bern

vorgelegt von

MARKUS BENEDIKTUS KOCH
von Emmen und Romoos (Kt. Luzern)

Juris Druck + Verlag Zürich
1979

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41548111_0019

Insiderwissen und Insiderinformationen in strafrechtlicher Sicht

mit Darstellung ausländischer Regelungen

INAUGURALDISSERTATION

zur Erlangung der Würde eines Doctor iuris
der Rechts- und wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bern

vorgelegt von

MARKUS BENEDIKTUS KOCH
von Emmen und Romoos (Kt. Luzern)

Juris Druck + Verlag Zürich
1979

Die Fakultät hat diese Arbeit am 9. Februar 1978 auf Antrag von Prof. Dr. Robert Hauser als Dissertation angenommen, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Auffassungen Stellung nehmen zu wollen.

UNIV. LEIDEN BIBL.

ISBN 3 260 04666 6

meiner lieben Frau
meinen lieben Kindern

INHALTSVERZEICHNIS

Einleitung 1

Erster Teil: Ausländische Insiderregelungen 5

1. Kapitel

Nordamerika 5

§ 1 USA 5

I. Einleitung und historischer Ueberblick 5

II. Securities Exchange Commission (SEC) 7

III. Die spezifische Regelung 9

1. Section 16 9
2. Rule 10b-5 11

IV. TGS-Fall als Paradebeispiel für Insider-Missbräuche 14

1. Sachverhalt 14
2. Die wichtigsten Fragen beim TGS-Fall 15

V. Sanktionen 19

§ 2 Kanada 21

I. Historische Entwicklung 21

II. Die heutige Lösung 22

1. Prinzip der Offenlegung 22
2. Haftungsvorschriften 23

2. Kapitel

Insiderregelungen in Europa 24

§ 3 Grossbritannien 24

I. Einleitung 24

II. Companies Act von 1948 25

III. Board of Trade 26

IV. Das geltende Recht: Companies Act v. 1967 26

1. Die Pflichten der Insider 27
2. Das Verbot für Termingeschäfte 27
3. Kreis der Insider 28
4. Die Insider-Papiere 28
5. Die Sanktionen 29

V. Freiwillige Selbstregulierung 29

1. "City Code on Take-overs and Mergers" 30
2. Verhaltenscodex der CBI 30
3. "Guidelines for Directors" 30
4. Beurteilung der Abkommen und Empfehlungen 31

VI. Vorschlag einer Aktienrechtsreform 31

§ 4 Frankreich 33

I. Einleitung 33

II. Der erste Lösungsversuch von 1967 33

1. Die COB 33
2. Der Insiderkreis 34
3. Die Pflichten der Insider 34
4. Die Sanktionen 35
5. Die Durchführung der alten Regelung 36

III. Das geltende Recht 36

1. Die Insider nach dem neuen Gesetz und ihre Pflichten 37
2. Ausnützungsverbot von Insiderinformationen 37

§ 5 Deutschland 39

I. Einleitung 39

II. Die Insiderhandels-Richtlinien 40

1. Das generelle Verbot 41
2. Insiderbegriff 41
3. Die Insiderpapiere 42
4. Das Verfahren 42
5. Die Sanktionen 43

Zweiter Teil: Das Insiderproblem in der Schweiz 45

1. Kapitel

Allgemeine Aspekte des Insiderproblems 45

§ 6 Insiderfälle in der Schweiz 45

I. Vorbemerkung 45

II. Bei Fusionen und anderen positiven Nachrichten 45

1. Bei Fusionen 45
2. Andere positive Nachrichten 47

III. Bei negativen Nachrichten 48

1. Bevorstehender Konkurs 48
2. Gescheiterte Fusion 49

§ 7 Negative Auswirkungen des Insider-Handels 50

I. Vorbemerkung 50

II. Störung des Kapitalmarktes und des Effektenhandels 50

III. Beeinträchtigung der Anlegerinteressen 51

IV. Problem des Minderheitenschutzes 52

V. Gegenargumente 53

1. Pioniergewinn für Insider 53
2. Stabilisierung der Kurse durch Insidergeschäfte 55

§ 8 Die Insider in der schweizerischen Literatur 56

1. Vorbemerkung 56
2. Meinungen schweizerischer Autoren 57
3. Gesetzgeberischer Vorstoss 58

§ 9 Die einzelnen Sachverhaltselemente des Insiderhandels 60

I. Vorbemerkung 60

II. Die einzelnen Sachverhaltselemente 60

1. Die Insider 60
2. Die Insiderinformationen 63
3. Die Insiderpapiere 65
4. Insideroperationen 66

2. Kapitel

Insiderhandel als Straftatbestand 68

§ 10 Insider-Missbrauch als Wirtschaftsdelikt 68

§ 11 Insider-Missbrauch als Geheimnisverletzung 71

I. Geheimnisbegriff 72

1. Die Begriffsmerkmale des Geheimnisses 73
2. Fabrikations- und Geschäftsgeheimnis 75

II. Insiderwissen als Geheimnis 76

1. Begriffsmerkmale 77
2. Insiderwissen als Geschäftsgeheimnis 79

§ 12 Insider-Missbrauch als Verstoss gegen Art. 162 StGB 83

I. Verrat der Geheimnisse (Art. 162 Abs. 1 StGB) 83

1. Täter und Geheimhaltungspflicht 83
2. Verraten von Insiderinformationen 85
3. Verraten von Insiderinformationen als verräterische Handlung 86
4. Subjektiver Tatbestand 88

II. Ausnutzung des Verrats (Art. 162 Abs. 2 StGB) 90

1. Täterkreis 90
2. Die verratenen Geheimnisse 91
3. Das sich-zunutze-Machen des Verrats 91
4. Subjektiver Tatbestand 92

III. Art. 162 StGB als Antragsdelikt 92

IV. Zusammenfassung 94

§ 13 Verletzung des Berufsgeheimnisses (Art. 321 StGB) und des Bankgeheimnisses (Art. 47 BankG) 95

I. Verletzung des Berufsgeheimnisses 96

1. Tatbestand 96
2. Insiderhandel begangen durch Revisoren einer AG 98

II. Verletzung des Bankgeheimnisses 100

1. Objektiver Tatbestand 100
2. Subjektiver Tatbestand 101
3. Verletzung des Bankgeheimnisses durch Insider 101
4. Sanktion 103

§ 14 Insider-Missbrauch als Veruntreuung (Art. 140 StGB) oder ungetreue Geschäftsführung (Art. 159 StGB) 104

I. Vorbemerkung 104

II. Tatbestand der Veruntreuung 104

III. Tatbestand der ungetreuen Geschäftsführung 106

1. Die Elemente der ungetreuen Geschäftsführung 106
2. Anwendung auf Insider-Missbräuche 107

§ 15 Insider-Missbrauch als Betrug (Art. 148 StGB) 114

I. Vorbemerkung 114

II. Tatbestandsmerkmale des Betruges 115

1. Die Täuschung des Insiders 115
2. Zukünftige Tatsachen 116
3. Aufklärungspflicht des Insiders und Publizitätsanspruch der Aktionäre 117
4. Merkmale der Arglist 119
5. Vermögensschädigung 119
6. Kausalzusammenhang 121

3. Kapitel

De lege ferenda 123

§ 16 De lege ferenda 123

I. Allgemein 123

II. Ausbau der Publizitätsvorschriften 125

III. Die Frage der Einführung eines Straftatbestandes 127

1. Ausgestaltung 127
2. Rechtspolitische Ueberlegungen 128

LITERATURVERZEICHNIS

Aharon Yoran, Insider Trading in Israel and England, 7 Israel Law Review, 1972

Ardinay Heini, Der Betrug nach dem schweizerischen Strafgesetzbuch, ZStR 68, 1970 S. 243

Beer Max, Der Minderheitenschutz im Aktienrecht, Berner wirtschaftswissenschaftliche Abhandlungen, Heft 39, Bern 1944

Beyer-Fehling Hermann, Die neuen Insiderregeln, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1970 S. 1112-1115

Bitz Michael, Das Insiderproblem und die Empfehlungen der Börsenreformkommission, Blätter für das Genossenschaftswesen, 1970 S. 409-413

Bonal Juan, Les informations privilégiées et les devoirs des initiés, Etude de quelques législations européennes à la lumière des solutions américaines, Genf 1972 (Maschinenschrift)

Botschaft des Bundesrates über den unlauteren Wettbewerb vom 3. November 1942

Bremer Heinz, 4 Jahre Tätigkeit der Börsensachverständigenkommissionen, Wertpapiermitteilungen, 1972 S. 898 ff.

Brockhaus, Enzyklopädie, 17. Auflage, Wiesbaden 1974

Bruns, Das Gespenst der Insiderinformationen, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1969 S. 882

Bürgi Wolfhart, Komm. zu Art. 708 N 13, Die Aktiengesellschaft, Zürich 1969

Egger August, Komm., Einleitung – Das Personenrecht, Zürich, 2. Auflage

Eisenbeiss W., Insider und ihre Freunde in Finanz und Wirtschaft vom 24.7.1965 S. 8

von Falkenhausen Bernhard, Minderheitenschutz im Aktienhandel, AG/ 1972 Nr. 8 S. 237 ff.

Forstmoser Peter, Effektenhandel durch Insider, SAG 1973 S. 133-152

– Wie kann man das Insiderproblem in den Griff bekommen? SHZ vom 21.3.1974, S. 13

- Strafrechtliche Erfassung von Insidermissbräuchen? SAG 49 (1977) 14 ff.

Gavalda C., Le secret des affaires in Mélanges Savatier, S. 291

Gerhard F., Geschäftsführung in fremdem Interesse, Diss. Basel 1927

Germann Oscar A., Das schweizerische Strafgesetzbuch, Textausgabe mit kurzen Erläuterungen, 8. Auflage, Zürich 1966

- 10 Jahre schweizerisches Strafgesetzbuch, ZStR 1952

- Das Verbrechen im neuen Strafrecht, 1942/43

Guhl/Merz/Kummer, Das schweizerische Obligationenrecht, 6. Auflage, Zürich 1972

Hafter Ernst, Schweizerisches Strafrecht, besonderer Teil, 1. Hälfte, Berlin 1937

Hauser Robert, Das Bankgeheimnis im Zivil- und Strafprozess sowie in der internationalen Rechtshilfe in Strafsachen in Das schweizerische Bankgeheimnis, Bankwirtschaftliche Forschungen, Bd. 10 Bern und Stuttgart 1972

Herold Christian, Zivil- und strafrechtlicher Schutz von Fabrikations- und Geschäftsgeheimnissen nach schweizerischem Recht unter Berücksichtigung der Gesetzgebung und Rechtssprechung des Auslandes, Diss. Bern 1935

Herschsohn H., Zum Handel mit Aktien seitens Mitglieder der Verwaltung, SAG 1972 S. 173-186

Horn Norbert, Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, ZHR 136, 1972 S. 369-396

Hornby J.A., La réforme des sociétés en Grand Bretagne, R.T.D. com. 1949

Holschbach Ulrich, Haftungsprobleme im Bereich der Insiderwertpapiergeschäfte, NJW 26, 1973

Hopt-Will Klaus J. und Michael R., Europäisches Insiderrecht, einführende Untersuchung-Ausgewählte Materie, Stuttgart 1973, in der Reihe: Müncher Universitätsschriften, Abhandlungen des Instituts für europäisches und internationales Wirtschaftsrecht, Bd. 9

Huber Eugen, Recht und Rechtsverwirklichung, Basel 1925

Hug Theodor, Der wirtschaftliche Nachrichtendienst im schweizerischen Recht, Diss. Bern 1961

Jennings R.W., Insidergeschäfte nach Rule 10 (b)5, ZHR 132(69)

Klainguti Ernst, Die Regelung des Akteinhandels durch Insider im amerikanischen Bundesrecht, Diss. Zürich 1971, Verlag Haupt Bern

Knecht Heinz, Erfahrungen bei der Untersuchung von Wirtschaftsdelikten, ZStR 85/1969

Kradolfer Kurt, Das Delikt der Verleitung zu Spekulation nach Art. 158 des schweizerischen Strafgesetzbuches, Diss. Bern 1943

Kramis Otto, Insiderhandel in Effekten (eine schweiz. Lösung), Diss. Zürich 1978

Lecroq Raimond, Die Abhängigkeit einer strafbaren von einer andern strafbaren Handlung im speziellen Teil des schweizerischen Strafgesetzbuches, Diss. Zürich 1959

Leibacher Werner, Haben an der Börse wirklich alle die gleichen Chancen? Tagesanzeiger vom 22.1.1972

Leistner Georg, Das französische Insiderrecht, AG/ Hamburg 1971 S. 360-364

- Das Insiderrecht in der Bundesrepublik – ein Schlag ins Wasser, Zeitschrift für Rechtspolitik 1973 S. 201-208

Lohsing Ernst, Der Begriff des Berufsgeheimnisses, SJZ 39 (1942/43) S. 79-82

Loss Louis, Der Schutz der Kapitalanleger, ZHR 129 (1967)

- Securities Regulation, 2d. ed. and supplement, Boston/Toronto (Little, Brown) vol. I-VI, 1961/69

Lüscher Martin, Das schweizerische Bankgeheimnis in strafrechtlicher Sicht, Diss. Zürich 1972

Maass Hans-Heinrich, Informationen und Geheimnis im Zivilrecht, 1970, Münchner Universitätsschriften, Band 4

Mackensen, Neues Wörterbuch der deutschen Sprache, 3. Auflage, München

Manne Henry G., Insider Trading and the Stock Market, New York (Free Press) 1966

Meier-Hayoz A., Komm. zu Art. 1-10 ZGB, Bern 1966

Meier-Wehrli Jörg, Die Verantwortlichkeit der Verwaltung einer Aktiengesellschaft bzw. einer Bank gemäss Art. 754 ff. OR/41 ff. BankG, Diss. Zürich 1968

Mestmäcker Ernst-J., Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, Karlsruhe 1958, eine rechtsvergleichende Untersuchung nach deutschem Aktienrecht und dem Recht der corporations in den Vereinigten Staaten

Oser/Schönenberger, Komm. zum schweizerischen Obligationenrecht, Zürich 1929-1936, 2. Auflage

Ostertag, Zum Begriff der "Untreue", SJZ 35 (1939) S. 289 ff.

von Overbeck, Der Schutz des Berufsgeheimnisses in Verhandlungen des schweizerischen Juristenvereins, Heft 2, ZSR 43 S. 1a ff.

Pfisterer Uwe, Machtmissbrauch im Wertpapierhandel durch Insider, Tübingen 1976

Rehberg, Der Strafantrag, ZStR 85, 1969

Riggenbach Dieter, Wirtschaftlicher Nachrichtendienst, Diss. Basel/Zürich

Rimann Bernhard, Wirtschaftskriminalität, Die Untersuchung bei Wirtschaftsdelikten (nach zürcherischem Recht), Zürich 1973

Ringier Walter, Der strafrechtliche Schutz der Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisse, Diss. Bern 1923

Rümker Dietrich, Zur Auslegung der Insider-Richtlinien, in Der Betriebsberater 27/1972 S. 1208 ff.

Sarasin Alfred-E., Effekten- und Börsengeschäfte, Kundenberatung in Banken- und Börsengeschäften in der Schweiz, herausgegeben von Emil Gsell, Bern 1969 in der Reihe Bankwirtschaftliche Forschungen, Band 1

Schluep Walter R., Die Bemühungen um ein europäisches Gesellschaftsrecht und der Vorschlag für eine Teilrevision des Aktienrechts, SAG 1973 45. Jhg. Heft 2 S. 57-74

Schmid Nikolaus, Die strafrechtliche Verantwortlichkeit für Wirtschaftsdelikte im Tätigkeitsbereich der AG, SAG 3/1974

– Zur Frage der Abgrenzung der Veruntreuung (Art. 140 StGB) zur ungetreuen Geschäftsführung (Art. 159 StGB) in SJZ 68 (1972) S. 117-121

Schultz Hans, Allgemeine Aspekte der Wirtschaftskriminalität, Kriminalistisches Institut des Kantons Zürich, Wintersemester 1970/71

– Das Bankgeheimnis und der schweizerisch-amerikanische Vertrag über Rechtshilfe in Strafsachen, Bankvereinheft Nr. 11, 1976

Schulz Harald, Einfluss von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln auf die Entwicklung der Aktienkurse, Diss. Göttingen 1972

Schumpeter Joseph, Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 5. Auflage, Berlin 1952

Schwander Vital, Das schweizerische Strafgesetzbuch, 2. Auflage, Zürich 1964/69

Schwark Eberhard, Insidergeschäfte auf dem Wertpapiermarkt, Der Betrieb 1971, 1605-1609

Seligsohn Julius, Geheimnis und Erfindungsschutz, Berlin/Leibzig 1921

Sieben Alexander, Das Berufsgeheimnis auf Grund des eidgenössischen Strafgesetzbuches, Diss. Bern 1943

Speck Kurt, Der Kleinaktionär ist zu wenig geschützt, SHZ Nr. 46 vom 13.11.75

von Stebut Dietrich, Geheimnisschutz und Verschwiegenheitspflicht im Aktienrecht, in Abhandlungen zum deutschen und europäischen Handels- und Wirtschaftsrecht, Köln 1972

Steiner E., Zum Begriff der ungetreuen Geschäftsführung, SJZ 50/1954 S. 104

Stockmann Heinrich, Zum Problem der Gleichbehandlung der Aktionäre, in Lebendiges Aktienrecht, Festschrift für Friedrich Bürgi, Zürich 1971 S. 387 ff.

Stratenwerth Günter, Schweizerisches Strafrecht, besonderer Teil, Bern 1973

Sutherland Edwin, White Collar Criminality, American Sociological Review V 1940 S. 1 ff.

Treadwell Robert, Der Schutz von Geschäfts- und Fabrikationsgeheimnissen im schweizerischen Wettbewerbsrecht, Diss Zürich 1956

Troller Alois, Kurzlehrbuch des Immaterialgüterrechts, Basel 1973

Tunc André, Le controle fédéral des sociétés par actions aux Etats-Unis, in Revue trimesterielle de droit commerce, 1952 R. T. D. S. 509-528

– Le droit anglais des sociétés anonymes, Pris 1971

Vischer Frank/Rapp Fritz, Zur Neugestaltung des schweizerischen Aktienrechts, Bern 1968

Vontobel Hans, Kann man Insider-Spekulationen verhindern? SHZ Nr. 46 vom 15.11.73 S. 9

– Insider-Missbräuche im Aktienhandel, SHZ Nr. 40a vom 4.10.74 S. 9

Vontobel Hans-Dieter, Kritische Betrachtungen zum Recht der schweizerischen Effektenbörse, Diss. Zürich 1972

Wachter Alfred, Die Verletzung von Wirtschaftsgeheimnissen im schweizerischen Strafrecht unter Berücksichtigung der kantonalen und ausländischen Gesetzgebung, Diss. Bern 1941

Wanner H., Die im Aktienmarkt herrschenden Kräfte und ihr Einfluss auf die Kursgestaltung, Diss. München 1956

von Wattenwyl Richard, Die Publizität als Mittel des bundesrechtlichen Investorenschutzes in den Vereinigten Staaten von Amerika, Diss. Bern 1964, in Abhandlungen zum schweizerischen Recht, Nr. 357

Wiedemann Herbert, Minderheitenschutz im Aktienhandel, Stuttgart 1968 in Abhandlungen aus dem gesamten Bürgerlichen Recht, Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 35. Heft

Will Michael, Die französische Börsenkommission, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, 1970 S. 229-274

– Anlegerschutz durch Insiderhandels-Richtlinien? NJW 1973, Heft 15 S. 645 ff.

Wirz Edwin, Effektenbörse und Firmenpublizität, Diss. Zürich 1969

Zellweger Hans Jakob, Haftungsbeschränkung und Solidarhaftung im Verantwortlichkeitsrecht der AG, Diss. Bern 1972

Zwischenbericht des Präsidenten und des Sekretärs der Arbeitsgruppe für die Ueberprüfung des Aktienrechts zum Vorschlag für eine Teilrevision des Aktienrechts (Komm. Tschopp), Lausanne/Bern 1972

EINLEITUNG

Die Insider-Frage gilt grundsätzlich als Problem des Anlegerschutzes auf dem Gebiete des Aktienhandels. Das Hauptanliegen bei der Behandlung dieses Themas besteht darin, einen wirksamen rechtlichen Schutz für die Anleger von Wertpapieren zu eruieren. Das Börsenpublikum soll vor unfairen und unehrlichen Machenschaften seitens von Personen, die dank ihrer beruflichen Stellung mehr über die Zukunftsaussichten von bestimmten Effekten wissen als die übrigen Teilnehmer des Wertpapierhandels, behütet werden.

Die Effektenbörse ist ein regelmässig stattfindender Markt für den gewerbsmässigen Handel von Wertpapieren. Es werden also Sachen gekauft und verkauft. Die gesetzlichen Bestimmungen über den Kauf genügen aber hier nicht, da sich der Börsenhandel in verschiedenen Punkten von einem Kauf nach dem Obligationenrecht unterscheidet: z. B. kann der Käufer einer Aktie die Sache nicht genau prüfen. Er muss sich auf mehr oder weniger klare Mitteilungen der betreffenden Gesellschaft stützen. Es gibt deshalb zunächst eigene, ergänzende Bestimmungen im Rahmen der kantonalen Börsengesetze und des Aktienrechts, die dem Anleger vermehrten Schutz vor Uebervorteilung beim Effektenhandel gewähren sollen[1].

In zweiter Linie soll es ein Anliegen sein, die volkswirtschaftlich wichtige Funktion der Börse, welche in der Beschaffung und der Transformation von Kapital besteht, zu sichern. Gerade heute, wo man bestrebt ist, die Beteiligung weiter Kreise der Bevölkerung am Besitz von Aktien zu fördern, wird es unumgänglich sein, das Vertrauen in die Börse als Institution nicht zu schwächen.

---

1 Inbezug auf das Aktienrecht ist zur Zeit eine Revision im Gange. Danach soll der Anlegerschutz insbesondere durch vermehrte Publizitätsvorschriften ausgebaut werden. Vgl. den Zwischenbericht der Kommission Tschopp zum Vorschlag für eine Teilrevision des Aktienrechts.

Allerdings scheint sich in letzter Zeit die Gefahr, den Anleger zu schädigen und das Vertrauen in die Börse zu schmälern, zu verbreiten: der Handel mit Effekten seitens von Insidern. Die geltende Gesetzgebung bereitet erhebliche Mühe, dieser Erscheinung Herr zu werden.

Spekulation ist und war immer ein Wesensmerkmal der Börse. Gerüchte z. B. vermögen die Kurse von gehandelten Papieren zu beeinflussen, indem die Anleger meist unverzüglich durch rege Geschäftstätigkeit zu reagieren pflegen. Je nachdem, ob sich das Gerede auf positive oder auf negative Nachrichten bezieht, kaufen oder verkaufen die Anleger die betreffenden Wertpapiere. Andererseits werden aber auch auf Grund von sogenannten Unternehmens-Analysen Effekten gehandelt[2]. Sodann spielt für die Wertbeurteilung von Papieren die allgemeine Wirtschaftslage, politische Ereignisse, etc. eine nicht zu unterschätzende Rolle. Es besteht folglich immer ein mehr oder weniger grosses Risiko, an der Börse Verluste zu erleiden. Hat sich ein Anleger verrechnet, d. h. verspekuliert, so muss er diesen Fehlschlag hinnehmen. Der Markt selbst bestraft ihn für seine Unachtsamkeit oder für sein allzu risikoreiches Geschäft. Umgekehrt wird sein Gegenkontrahent mit der Kursdifferenz belohnt, weil er entweder besser überlegt, oder vielleicht einfach mehr Glück hatte. Die Chancengleichheit ist gewahrt.

Anders liegt hingegen der Fall bei den Insidertransaktionen. Die Insider nutzen beim Abschluss ihrer Börsengeschäfte nicht allgemein zugängliche Informationen aus. Bei diesem Sachverhalt spielt der im Kaufrecht übliche Grundatz "caveat emptor" nicht. Der Käufer von gehandelten Wertpapieren kann sich lange vorsehen, wenn sich andererseits sein Börsenpartner beim Entschluss, die Aktien abzuschieben, auf kursbeeinflussende geheime Informationen gestützt hat. Solange der Insider das privilegierte Wissen seinem nichtsahnenden Börsenpartner vorenthält und es für sich ausnützt, besteht eine Ungleichheit der Chancen.

---

2 Die heute zahlreich existierenden Analysen sind allerdings oft sehr zuverlässig, sodass man kaum mehr von Spekulation reden kann, wenn man diese als Grundlage für den Effektenhandel nimmt.

Die meisten ausländischen Staaten, die sich des Insiderproblems bereits auf gesetzgeberischer Basis angenommen, versuchten diesen Missstand vor allem mit zivilrechtlichen Mitteln zu bekämpfen[3]. Da und dort wurde auch der Ruf nach neuen strafrechtlichen Normen erhoben, da die bisherigen Tatbestände des gemeinen Strafrechts nur sehr schwer anwendbar zu sein scheinen[4]. In der Schweiz existiert bis heute noch kein spezifisches Insiderrecht. Auch an konkreten Lösungsvorschlägen fehlt es bisweilen noch in unserem Land[5]. Es gilt deshalb vorerst einmal abzuklären, ob es nach dem geltenden Recht Möglichkeiten gibt, die Insider, die zum Schaden anderer Anleger ihren Informationsvorsprung ausnützen, zur Verantwortung zu ziehen.

Gerade in letzter Zeit war es vor allem die Wirtschaftspresse, die immer wieder auf die zunehmend häufigen Insiderfälle auf den schweizerischen Börsenplätzen aufmerksam machte[6].

Im Gegensatz zum Ausland, wo man zum Teil schon vor Jahrzehnten[7] die Insidermissbräuche mehr oder weniger erfolgreich bekämpft, scheint hierzulande die Mehrzahl der Verantwortlichen dieses Problem noch nicht zu erkennen oder vielleicht auch nur nicht erkennen zu wollen[8]. Eines

---

3 So die USA, Kanada, Schweden, England, Frankreich und Israel. Auch die Kommission der EG bemüht sich im Rahmen des Vorschlags eines Statuts für Europäische Aktiengesellschaften, 1970, (Art. 82) um eine Lösung. Vgl. den bei Hopt-Will, Europäisches Insiderrecht, Stuttgart 1973, im Anhang (M-131) abgedruckten Segré-Bericht; ferner auch Schluep Walter R., Die Bemühungen um ein europäisches Gesellschaftsrecht und der Vorschlag für eine Teilrevision des schweizerischen Aktienrechts, SAG 1973, Heft 2, S. 57-74.

4 U.a. auch in England; s. hinten § 3 VI.

5 An dieser Stelle ist allerdings lobend zu erwähnen, dass sich Regierung und Kantonsrat des Kts. Zürich kürzlich mit einer Regelung des Insider-Problems befasst haben. Sie kommen zum Schluss, dass das Problem auf eidg. Ebene im Rahmen des Strafrechts gelöst werden soll. Siehe hinten § 8 3.

6 Siehe hinten § 6.

7 In den USA seit 1934.

8 Die Aktienrechtsrevisionskommission (s. vorne n 1) erwähnt die Insider in ihrem Bericht (S. 44) nur am Rande im Zusammenhang mit den negativen Auswirkungen der stillen Reserven.

der Ziele dieser Arbeit wird deshalb sein, auf diesen Missstand im Effektenhandel hinzuweisen und vielleicht da und dort Diskussionen anzuregen.

Der Ueberblick im ersten Teil der vorliegenden Arbeit über die ausländischen, vornehmlich zivilrechtlichen Insiderregelungen soll als Einführung und als Grundlage dienen, und nicht zuletzt auch dem Leser zum besseren Verständnis dieser recht komplizierten Thematik gereichen.

Im zweiten Teil wenden wir uns den Insidern in der Schweiz zu, zunächst allgemein, dann aber insbesondere der Abklärung von Straftatbeständen nach dem geltenden Recht.

Nicht um den Vorschlag einer schweizerischen Insider-Lösung soll es im letzten Abschnitt gehen, sondern lediglich um einige Anregungen inbezug auf eine gerechtere Regulierung des Effektenmarktes an unseren Börsenplätzen.

Erster Teil

AUSLAENDISCHE INSIDERREGELUNGEN

1. Kapitel:

NORDAMERIKA

§ 1 USA

I. Einleitung und historischer Ueberblick

Die heutige Gesetzgebung in den Vereinigten Staaten von Amerika gilt als die umfassendste auf dem Gebiete des Insiderwesens. Als solches stand es vielen Insiderregelungen anderer Länder Pate[1] und wurde von gewissen Staaten, wie z. B. Japan, mehr oder weniger unverändert übernommen[2]. Durch die langjährige und äusserst vielfältige Gerichtspraxis wurde das System der amerikanischen Börsengesetzgebung nach und nach verfeinert.

Interessant ist auch die geschichtliche Entwicklung der Regulierung der Effektenmärkte in den USA. Das erklärt sich aus den zum Teil parallel verlaufenden und zum Teil sich überschneidenden Gesetzgebungen der einzelnen Staaten und des Bundes, sowie aus der nicht immer ganz eindeutigen Rolle des "common law".

Den eigentlichen Anstoss für eine Regulierung des Effektenmarktes auf Bundesebene bildete der grosse Börsenkrach von 1929. Damals wurden grossangelegte parlamentarische Untersuchungen durchgeführt, welche zu skandalösen und beschämenden Feststellungen führten.

---

1 So auch der deutschen Regelung; vgl. v. Falkenhausen, Minderheitenschutz im Aktienhandel, in AG 1972, S. 238.

2 Vgl. Hopt-Will, S. 96 f.

"Zu den verabscheuungswürdigen Praktiken, welche die Untersuchungen dieses Ausschusses an das Licht gebracht haben, gehört die skrupellose Missachtung ihrer treuhänderischen Pflichten durch directors und officers von Korporationen; sie benutzten ihre Vertrauensstellung und die Informationen, die sie in dieser Eigenschaft erhielten, um mit deren Hilfe Vorteil für ihren eigenen Aktienhandel zu erzielen"[3].

Im Gefolge entstanden die sogenannten New Deal-Gesetze des Präsidenten F.D. Roosevelt: 1933 der Securitis Act (SA), der sich mit den Vorschriften über die Ausgaben von Effekten befasst, und 1934 der Securities Exchange Act (SEA), der den Handel mit Wertpapieren reguliert, und dessen Artikel 16 (section 16) sich speziell mit den Insidern beschäftigt. Mit der Zeit folgten andere Erlasse[4].

Anfänglich war allerdings die Regulierung der Effektenmärkte, als Bestandteil des Handelsrechts, Sache der Gliedstaaten. Der Staat Kansas war der erste, der schon 1911 in der Sache legiferierte. Mit der Zeit folgten ihm die anderen Gliedstaaten. Eine Ausnahme macht Delaware, das als besonders liberal gegenüber Aktiengesellschaften gilt und auch heute noch keine Gesetzgebung auf dem Gebiete der Effektenregulierung besitzt.

Die einzelstaatlichen Gesetze, die man "blue sky laws" nennt[5], genügten aber schon bald den immer komplizierter werdenden wirtschaftlichen Verhältnissen nicht mehr. Als sich die Aktiengesellschaften im Zuge der Entwicklung zu expandieren begannen, war es für sie unumgänglich, sich das nötige Kapital auch über die eigenen Staatsgrenzen hinaus zu beschaf-

---

3 US. Congress, Senate: Comitee on Banking and Currency, Stock Exchange Practises, Report 73rd Congress, 1934, S. 55; zit aus Mestmäcker, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, Karlsruhe 1958, S. 180.

4 Siehe Anm. 7 unten.

5 Dieser Name entstand, weil damals viele Betrügereien vor allem im Zusammenhang mit Gesellschaftsgründungen begangen worden sind, indem man Grundstücke "in den Himmel verkaufte; vgl. Loss, L., Der Schutz der Kapitalanleger, ZHR 129 (1967), S. 204.

fen. Diesem Umstand aber vermochten die Gesetzgebungen der einzelnen Staaten nicht gerecht zu werden, da sie oft sehr unterschiedlich liberal gestaltet waren, und zudem die Verfolgung von Betrügereien auf dem zwischenstaatlichen Effektenmarkt unmöglich war[6].

Die beiden Bundesgesetze des New Deal, der SA von 1933 und der SEA von 1934, waren der Anfang einer Reihe von Effektengesetzen, die im Laufe der Zeit ständig ergänzt und präzisiert wurden, und die auch einen grossen Einfluss auf die Gerichtspraxis der Gliedstaaten besassen[7]. Diese letztere Tatsache ist vor allem der Securities Exchange Commission (im folgenden SEC genannt) zu verdanken – eine Bundesaufsichtsbehörde, welche eine kaum zu überschätzende Rolle im ganzen Gefüge der amerikanischen Effektenmarktregulierung spielt. Angesichts dieser enormen Wichtigkeit sollen die nachfolgenden Ausführungen dieser Institution gewidmet sein.

II. Die Securities Exchange Commission (SEC)

Die SEC wurde im Rahmen des SEA von 1934 (unter section 4) als Bundesamt errichtet. Es muss Funktionen verschiedenster Art erfüllen. Vor allem obliegt ihm die Durchsetzung aller Gesetze auf dem Gebiet der Effektenregulierung. Zu diesem Zweck besitzt die SEC weitgehende Aufsichts- und Untersuchungsbefugnisse[8].

---

6 Vgl. dazu Klainguti S. 30: "In seltenen Fällen, wenn die Missbräuche offensichtlich waren, geschah es, dass der Postminister (Postmaster General), die einzige Bundesinstanz mit einer – beschränkten – Zuständigkeit in Problemen des zwischenstaatlichen Handels, sich weigern konnte, Effekten mit der Post über Staatsgrenzen hinweg zu transportieren."

7 Es folgten 1935 der Public Utility Holding Company Act, 1939 der Trust Idenure Act, 1940 der Investment Company Act und im selben Jahr der Investment Advisers Act. Alle diese Gesetze dienen dem Anlegerschutz, sind aber für unseren spezifischen Tatbestand des Insiderhandels nicht von Bedeutung.

8 Vgl. Die Ausführungen von v. Wattenwyl, Die Publizität als Mittel des bundesrechtlichen Investorenschutzes in den Vereinigten Staaten von Amerika, Bern, 1964, S. 55.

Sodann ist dasselbe Organ verantwortlich für den Vollzug dieser Vorschriften. Diese Aufgabe erfüllt es durch den Erlass von Vollziehungsverordnungen. Schliesslich sorgt die Kommission für die Weiterentwicklung der mit den Regelungen getroffenen Schutzgedanken[9].

Auf dem Sektor der Insiderregelung liegt seine Bedeutung vor allem in der Führung eines zentralen Registers. Darin müssen gemäss Artikel 16 des SEA von 1934[10] die Insider ihre Aktienbestände und alle Transaktionen von Effekten ihrer eigenen Gesellschaft allmonatlich eintragen. Diese Meldungen werden regelmässig von der SEC in einem Bericht zusammengefasst, welcher von jedermann eingesehen und zudem auch abonniert werden kann[11]. Den grössten Erfolg aber im Kampfe gegen Insider-Missbräuche konnte die SEC mit ihrer im Jahre 1942 erlassenen Verordnung zu der weiter unten noch zu behandelnden Rule 10b-5[12] verzeichnen. Diese anfänglich als "Lückenfüller" gedachte Rule entwickelte sich alsdann "zum Mittelpunkt der Insiderkontrolle, ja weiter des gesamten Anlegerschutzes"[13].

Bei der personellen Zusammensetzung der Kommission wird auf grösste Unabhängigkeit geachtet. Sie wird aus fünf Persönlichkeiten der zwei grossen amerikanischen Parteien (Demokraten und Republikaner) gebildet. Dabei dürfen nicht mehr als drei Mitglieder aus derselben Partei stammen. Alle Mitglieder werden vom Präsidenten der Vereinigten Staaten ernannt[14].

---

9 Loss a.a.O. S. 217 f. sagt von der SEC, dass sie sich nicht mit Montesquieus drei Gewalten vereinbaren lasse: "Agencies wie die SEC üben alle drei Regierungsfunktionen aus – legislative, richterliche und exekutive ...; ihr genaues Verhältnis in Beziehung zur Legislative und Exekutive ist nicht leicht zu umschreiben."

10 Siehe unten S. 9 f.

11 Hopt-Will, S. 93: "Obwohl die Lektüre nicht unbedingt spannend ist, sorgen über 20'000 Abonnenten für präventiven und repressiven Nutzen."

12 Siehe unten S. 11 ff.

13 Hopt-Will, S. 94.

14 Vgl. Loss, a.a.O., S. 216 f., sowie v. Wattenwyl, a.a.O., S. 52 ff.

Schliesslich sei noch bemerkt, dass die ganze Organisation der SEC mit einem ungeheuren finanziellen und personellen Aufwand verbunden ist. 1973 beliefen sich die Kosten auf 28,4 Mio. Dollars. Im selben Jahr arbeiteten 1650 Angestellte für dieses äusserst wirksame Bundesamt[15].

III. Die spezifische Regelung

1. Section 16

Neben Rule 10b-5 (vom 21. Mai 1942) ist der Artikel 16 SEA der wichtigste Pfeiler in der amerikanischen Insidergesetzgebung. Section 16a) verlangt von gewissen Aktionären die Offenlegung ihrer Aktien, Section 16b) enthält die Vorschrift der Gewinnabschöpfung und Section 16c), welche nur eine untergeordnete Rolle spielt, verbietet den Insidern die sogenannten "short sales" und die "sales against the box"[16].

a) Die Pflicht zur Offenlegung nach Section 16a)

In Section 16a) bedient sich das Gesetz des Mittels der Publizität. Es zwingt gewisse Personen, die der Versuchung, Profite aus Insider-Informationen zu ziehen, besonders ausgesetzt sind, durch Offenlegung ihrer Aktienbestände und vor allem durch Bekanntgabe ihrer getätigten Transaktionen das interessierte Börsenpublikum über ihre Effektengeschäfte aufzuklären. Die im folgenden aufgezählten, von dieser Pflicht betroffenen Personen, stellen gleichzeitig den Kreis der Insider dar, auf die

---

15 Falls sich bei einer eventuellen schweizerischen Insiderregelung auch die Frage eines eidgenössischen Börsenaufsichtamtes stellen sollte, könnte man solche Zahlen nicht unberücksichtigt lassen. Hopt-Will, a.a.O., S. 171 n. 72a wollen zwar diesen Einwand für europäische Verhältnisse nicht gelten lassen.

16 Näheres über die Begriffe "Leerverkäufe" und "Verkäufe gegen die Kasse" s. bei Klainguti, S. 61 f.

sich der ganze Artikel 16 des SEA von 1934 bezieht. Im Gegensatz zur Rule 10b-5 ist hier der Begriff "Insider" anhand der Enumerationsmethode ziemlich eng gefasst und daher relativ leicht zu handhaben. Von der in Art. 16 SEA vorgeschriebenen Registrierpflicht werden erfasst: alle Grossaktionäre, die über ein Aktienpaket von mehr als 10% aller ausgegebenen Aktien ihrer eigenen Gesellschaft verfügen, sowie Mitglieder des Verwaltungsrates (directors) und der Unternehmensleitung (officers)[17].

Die Anfangsbestände der Insideraktien müssen innerhalb von zehn Tagen und die getätigten Transaktionen allmonatlich bei der SEC sowie bei den betreffenden Börsen, falls es sich um börsennotierte Papiere handelt, registriert werden. Die von der SEC zusammengefassten Berichte sind jedermann zugänglich (siehe vorne S. 8). Ein grosser Teil der Insider lässt sich bereits durch diese wirkungsvolle Massnahme der Offenlegung davon abhalten, verwerfliche Insidergeschäfte zu tätigen.

b) Die Gewinnabschöpfung nach Section 16b)

Neben der Registrierpflicht der Insider kennt die amerikanische Regelung in Art. 16b) noch die Gewinnabschöpfung kurzfristig erzielter Kursgewinne. Danach müssen alle unter Art. 16a) aufgezählten Personen (s. oben) allfällige Gewinne, die sie innerhalb eines halben Jahres durch Kauf und Verkauf, oder umgekehrt, durch Verkauf und anschliessenden Kauf von Wertpapieren ihrer eigenen Gesellschaft erzielt haben, an die Gesellschaft abliefern[18]. Ob der betreffende Insider, der zu einer Gewinnabgabe verpflichtet ist, einen Informationsvorsprung tatsächlich besessen hat oder nicht, spielt bei dieser Bestimmung keine Rolle. Das

---

17 Die Insider sind auch meldepflichtig für Ehegatten und minderjährige Kinder, sofern sie (die Insider) "beneficial owners" sind, d.h. wenn ihnen der realisierte Gewinn effektiv zukommt.

18 Nach Mestmäcker, a.a.O., S. 188 beruht Section 16b) materiellrechtlich "auf der Voraussetzung, dass aller Gewinn aus vertraulichen Informationen und aus Geschäftsgeheimnissen der Korporation selbst gebührt".

Das führt selbstverständlich zu gewissen Härten und ist demzufolge auch oft kritisiert worden[19].

Hinzu kommt noch, dass nicht etwa der geschädigte Börsenpartner, dem dieser Gewinn effektiv entgangen ist, von dieser Abschöpfung profitieren kann, sondern allein die Gesellschaft[20]. Allerdings ist jeder Aktionär befugt, selber zu klagen (d.h. im Namen der Gesellschaft und auf deren Kosten, sog. "derivative action"); sofern die Gesellschaft es unterlässt, innerhalb von zwei Monaten gegen den Insider vorzugehen. Meistens fehlt aber das Interesse sowohl der Gesellschaft wie auch der geschädigten Aktionäre, Klage zu erheben, so dass es noch nicht oft zur Anwendung dieser Vorschrift gekommen ist. Section 16b) zusammen mit Section 16a) soll aber vor allem präventive Wirkung haben, und der gesetzgeberische Zweck war denn auch, "den Insidern den wirtschaftlichen Anreiz zur Ausnutzung ihres Informationsvorsprungs für Privatgeschäfte zu nehmen"[21] und somit die Kapitalanleger vor unlauteren Börsengeschäften zu bewahren.

2. Rule 10b-5

Die Unzulänglichkeiten der Section 16 (Fehlen des Informationsvorsprungs als Tatbestandsmerkmal und der Mangel, dass der nach Sec. 16b) abzugebende Gewinn nur der Gesellschaft und nicht dem wirklich Geschädigten zufliesst) wurden von der SEC selbst auf Grund ihrer quasilegislatori-

---

19 Loss, der, wie er selbst schreibt, mit der SEC aufgewachsen ist, nennt sie denn auch die "meistgehasste Vorschrift". Loss, Securities Regulation, Bd. II, S. 1087. Vgl. auch Klainguti, S. 64, der sie als "grobschlächtig" taxiert und eine "Daumenregel" nennt (crude rule of thumb). Wiedemann H., Minderheitenschutz und Aktienhandel, Stuttgart 1968, S. 45 behauptet sogar, dass "nicht wenige Gesellschaften nur ihretwegen auf eine Einführung ihrer Aktien an der Börse verzichten".

20 Der Anteil, der dem Outsider, falls er nicht alle Aktien verkauft hat, vielleicht in Form von Dividenden zukommen kann, ist so verschwindend klein, dass er nicht ins Gewicht fällt.

21 von Falkenhausen, Minderheitenschutz im Aktienhandel, AG 1972, S. 276.

schen Kompetenz durch den Erlass der Rule 10b-5, welche eine Verordnung zum Artikel 10b des SEA von 1934 (Irreführung jeglicher Art bei Wertpapiergeschäften) darstellt, beseitigt.

Am 21. Mai 1942 erliess die SEC diese erst nach und nach in ihrer Bedeutung und Tragweite voll erfasste Bestimmung, die sich dank der Förderung durch die Gerichte zur Generalklausel entwickelte. Sie beinhaltet das "allumfassende Verbot, im Wertpapierhandel Betrugsmanöver auszuführen, erhebliche Tatsachen zu verfälschen oder zu verschweigen oder sonst etwas zu unternehmen, das Dritte irreführen könnte"[22].

Die Regel hat folgenden Wortlaut[23]:

Es ist verboten, direkt oder indirekt durch den Gebrauch von irgendwelchen Mitteln oder Einrichtungen des zwischenstaatlichen Handels, der Post oder von Einrichtungen irgend einer nationalen Börse,

1. irgend einen Plan, ein Vorhaben oder eine List zur Begehung eines Betrugs anzuwenden;

2. unrichtige Erklärungen bezüglich wesentlicher Tatsachen abzugeben oder wesentliche Tatsachen zu verschweigen, wenn die Offenbarung notwendig ist, um die betreffenden Erklärungen nach den Umständen des Falles nicht als irreführend erscheinen zu lassen;

3. Handlungen, Geschäftspraktiken oder Geschäftsgebahren anzuwenden, die sich anderen Personen gegenüber täuschend oder betrügerisch auswirken oder auszuwirken geeignet sind, im Zusammenhang mit Kauf oder Verkauf von Wertpapieren.

Im Gegensatz zum eigentlichen Insiderartikel (Sec. 16) ist hier der Begriff des Insiders gar nicht erwähnt. Jedermann kann also nach dieser Verordnung belangt werden, sofern ein Informationsvorsprung nachge-

---

22 Hopt-Will, a.a.O., S. 94.

23 Uebersetzung des Verfassers. Originaltext abgedruckt: Hopt-Will, M-28.

wiesen werden kann[24]. Der Kreis der Insider ist hier fast unendlich weit: so zählen auch die sog. Tipempfänger (solche, die Insiderwissen durch Drittpersonen erhalten) dazu, aber auch Angestellte, Sekretärinnen, Geschäftspartner, etc. Hier beginnen die Schwierigkeiten, die sich bei den Begriffsdefinitionen ergeben; gleichzeitig aber sehen wir auch, dass die Rule 10b-5 der richterlichen Rechtsschöpfung fast schrankenlose Möglichkeiten gibt.

Nicht weniger gering sind die Probleme, die sich bei der Abgrenzung des "Insiderwissens" stellen. Nach dem Wortlaut muss es sich um "material facts" (erhebliche Tatsachen) handeln. Genügt es bereits, wenn die Information oder das Wissen einfach aussergewöhnlich ist, oder muss die Tatsache, um die es geht, einen gewissen Kursausschlag bewirken? Diese und andere Fragen wurden im Laufe vieler Prozesse durch die Gerichte behandelt und mehr oder weniger beantwortet.

Ein Fall aber, der wegen seiner Vielfältigkeit die ganze Insiderproblematik umfasst und den man deshalb gerne als Schulbeispiel hinstellt[25], hat schon viele Gerichte hinsichtlich der Rule 10b-5 beschäftigt und wird auch noch viele beschäftigen: die Texas-Gulf-Sulphur-Affaire (im folgenden mit TGS abgekürzt). Um das ungeheuer grosse Fassungsvermögen und die immense Tragweite der Rule 10b-5 nur ein wenig zu illustrieren, werde ich im folgenden diesen Fall kurz behandeln.

---

24 Anders als unter Sec. 16 hat aber hier ein Insider die Möglichkeit, den Nachweis zu erbringen, dass er keinerlei Kenntnis von vertraulichen Informationen besass zur Zeit, als er mit Aktien seiner Gesellschaft gehandelt hat.

25 So auch Klainguti, S. 111; Hopt-Will, S. 6; Forstmoser, Effektenhandel durch Insider, SAG 1973, S. 134; Wiedemann, S. 44 u.a.m.

IV. TGS-Fall als Paradebeispiel für Insider-Missbrauch

Es gibt wohl kaum Darstellungen über die Insider-Problematik, in denen nicht auch die Prozesse der SEC gegen die amerikanische Texas-Gulf-Sulphur-Gesellschaft mindestens angeführt werden. Ferner sind Dutzende von wissenschaftlichen Arbeiten zu diesem berühmt gewordenen Fall erschienen[26]. Für die vorliegende Arbeit scheint mir die Behandlung dieses Paradebeispiels nicht unwichtig, lässt es doch einerseits die grosse, fast hoffnungslos scheinende Behandlung der ganzen Insiderfrage erkennen und zeigt es andererseits die Grenzen einer eventuell in Betracht kommenden Regelung für die schweizerischen Verhältnisse auf[27].

1. Sachverhalt

Texas-Gulf-Sulphur-Company[28] begann im Jahre 1963 mit Versuchsbohrungen in Ost-Kanada und entdeckte in Timmins, Ontario, reiche Vorkommen von Kupfer, Zink und Silber. Beim ersten günstigen Ergebnis stellte man die Bohrungen für fünf Monate ein und erwarb in der Zwischenzeit die umliegenden Gebiete. Während dieser Periode schwiegen die Angestellten und Verwaltungsräte und kauften zuerst für sich Titel und Optionen von Wertschriften der Gesellschaft im gesamten Wert von 100'000 Dollars, bevor sie den Tip an ihre Verwandten und Bekannten weitergaben, die alsdann dasselbe taten. Neue Sondierungen ergaben aussergewöhnlich grosse Funde. Entsprechende Gerüchte wurden jedoch

---

26 Eine Aufzählung findet sich bei Klainguti, S. 110, n. 4.

27 Insider-Missbräuche im Umfang eines TGS-Falles kennt man in der Schweiz nicht und werden auch nicht zu erwarten sein. Die Möglichkeiten dazu sind schon naturgemäss nicht gegeben; es sei denn, eine kürzlich angelaufene Suche nach dem schwarzen Gold in der Schweiz (Emmental) zeitige Ergiebigkeit wie in arabischen Staaten!

28 Damals grösster Schwefellieferant der Welt. Die Aktien sind am New York Stock Exchange kotiert.

von der Gesellschaft in einer Pressekonferenz vom 12. April 1964 dementiert. Vier Tage später jedoch, am 16. April 1964, gab die Gesellschaft in einem weiteren Pressecommuniqué den Erfolg der Bohrungen bekannt. Unmittelbar nach dieser Mitteilung, und bevor die Nachricht das Börsenpublikum über den "Dow-Jones-Broad-Tape"[29] erreichen konnte, nahmen zwei leitende Angestellte Kontakt mit ihren Brokern auf und beauftragten sie, TGS-Aktien zu erwerben; ebenfalls orientierten sie noch Freunde.

Während der Kurs der TGS-Aktie im Zeitpunkt der ersten Bohrung bei 17 Dollars lag, zahlte man am Tag der zweiten Pressekonferenz bereits 38 Dollars. Im Laufe eines Monats stieg er dann auf 58 Dollars und erreichte ein Jahr später die Höhe von 70 Dollars. Die Gewinne, die dabei von den später rechtlich belangten Insidern erzielt wurden, belaufen sich insgesamt auf nahezu 1 Million Dollars[30].

2. Die wichtigsten Fragen beim TGS-Fall

Beim TGS-Fall stützte sich die SEC als Klägerin vor allem auf die elastische Rule 10b-5. Nach dieser Vorschrift ist es gesetzwidrig, wenn irgendeine Person unwahre Aussagen über wesentliche Tatsachen macht, oder es unterlässt, wesentliche Tatsachen bekannt zu machen, die nötig sind, um früher gemachte Aussagen zu korrigieren. Daraus ergaben sich für die Gerichte, die sich mit diesem Fall zu befassen hatten, folgende Fragen:

---

29 Das "Dow-Jones-Broad tape" bedeutet das wichtigste Medium der New Yorker Börse. Es übermittelt weltweit das am meisten beachtete Stimmungsbarometer, den Dow-Jones-Index, welcher den Industrieaktien-, den Eisenbahnaktien- und den Versorgungswerte-Index umfasst. Die grösste Bedeutung hat der Industrieaktien-Index erlangt. Er wird für jede halbe Börsenstunde errechnet und gibt als Momentaufnahme weiten Kreisen in aller Welt Aufschluss über die Entwicklung an der New Yorker Börse. Vgl. Sarasin A., in Banken und Börsengeschäfte in der Schweiz, Bern 1969, S. 310.

30 Vgl. Hopt-Will, S. 7 f.

a) Wer fällt unter den Begriff "irgendeine Person"? Mit anderen Worten: Welches ist der Kreis der Insider?
b) Welche Tatsachen fallen unter Rule 10b-5, und wann ist eine solche Tatsache wesentlich, oder: was gilt als Insiderinformation?
c) Wann gilt eine Mitteilung als genügend bekannt – zeitlicher Faktor?

a) Kreis der Insider

Im vorliegenden Fall wurde durch die Gerichte festgehalten, dass es "das Wesen der Regel" sei, "dass jedermann, der direkten oder indirekten Zugang hat zu internen Informationen einer Gesellschaft, nicht einen Vorteil aus diesen Informationen ziehen darf auf Kosten anderer Anleger, denen die Information, da nur für Gesellschaftszwecke gedacht, nicht zugänglich sind, zum Beispiel dem anlegenden Publikum"[31].

Nach diesem sogenannten Zugangskriterium können alle Angestellten, die in einer Vertrauensposition sind, als Insider in Betracht kommen. Wie steht es aber mit den Ehegattinnen und den Kindern, sowie mit den Brokern, den Freunden usw., denen die sogenannten internen Insider (im Gegensatz zu den Familienmitgliedern und den Tipempfängern, die man als externe Insider bezeichnet) den Rat gegeben haben, in der kritischen Zeit Aktien zu kaufen oder zu verkaufen?

aa) Familienmitglieder

Es ist umstritten, ob auch Familienmitglieder der Insider unter Rule 10b-5 fallen. Im TGS-Fall kauften zwei Ehegattinnen im eigenen Namen Aktien in der kritischen Zeit. Sie wurden nicht zur Verantwortung gezogen. Dagegen mussten sich ihre Ehemänner diese Käufe anrechnen lassen, weil es unrealistisch erschien, deren Aktienerwerb nicht als Kauf der ebenfalls angeklagten Ehegatten zu betrachten. Ausserdem kön-

31 Zitat nach Klainguti, S. 116.

ne man die Ehefrauen nicht wie die übrigen Börsenteilnehmer als Tipempfänger deklarieren[32]. Die Weitergabe des Insiderwissens wurde in diesem Fall also vermutet[33]. Auf Grund dieses Entscheides lässt sich sagen, dass ein Insider sich nicht seiner Familienmitglieder bedienen kann, um die Rule 10b-5 zu umgehen.

bb) Tipgeber-Tipempfänger

Ein sehr grosser Teil der zur Diskussion stehenden TGS-Aktien wurden während der fraglichen Zeit von Brokern sowie von Freunden und Bekannten der Insider gekauft. Diese Gruppe von Tipempfängern nutzte ihrerseits die ihnen bekanntgegebenen Insiderinformationen aus. Die SEC hat allerdings gegen diese Personen keine Klage erhoben; dagegen machten sich wiederum die im Betrieb tätigen Insider (die Tipgeber) für den Betrag, welchen die Tipempfänger realisiert haben, haftbar, d.h. sie mussten diesen Gewinn zusammen mit ihrem eigenen an die Gesellschaft herausgeben. Bis heute ist es noch nicht entschieden worden, ob dem Tipgeber ein Regressrecht gegen den Tipempfänger eingeräumt werde.

b) Was gilt als Insiderinformation?

Welche Informationen können Gegenstand des Tatbestands von Rule 10b-5 sein? Rule 10b-5 spricht von "wesentlichen" Tatsachen (material facts). Was aber als wesentlich zu gelten hat, war eine der grossen Streitfragen im TGS-Prozess, bei der die Meinungen des Kreisgerichts (1. Instanz) und des Berufungsgerichts (2. Instanz) auseinandergingen.

Nach Ansicht des Berufungsgerichts sind diejenigen Tatsachen wesentlich, "die ihrer Natur nach ausserordentlich sind und von denen man ver-

---

32 Vgl. Klainguti, S. 118 f.

33 Vgl. Forstmoser, S. 141.

nünftigerweise erwarten kann, dass ihre Aufdeckung einen substantiellen Einfluss auf den Marktpreis der Aktien hätte"[34]. Im TGS-Fall ging es darum, ob diejenigen Insider, die ihre Aktien gekauft hatten, nachdem sie die günstigen Ergebnisse der ersten Versuchsbohrung in Erfahrung gebracht hatten, ihren Gewinn nach der Rule 10b-5 abzuliefern hätten. Das Kreisgericht betrachtete diese erste Bohrung dem Ergebnis nach als noch zu gering, um dessen Kenntnis als wesentlich zu bezeichnen. Das Gericht meinte: Man habe wohl grosse Vorkommen von wertvollen Metallen feststellen können, doch weise das noch nicht auf eine ausbeutbare Mine hin, weil damit noch keine Ader bewiesen sei. Demzufolge hätte diese Tatsache keinen Einfluss auf den Aktienkurs haben können. Dagegen seien durch die zweite Bohrung die anfänglichen Vermutungen bestätigt worden und somit zu wesentlichen Informationen herangewachsen.

Das Berufungsgericht liess demgegenüber bereits das Wissen um die erste Bohrung als wesentlich gelten und kritisierte die Entscheidung der ersten Instanz. Das Kreisgericht habe das Wort "wesentlich" zu eng ausgelegt, indem es den Massstab am konservativen Anleger genommen habe. Man müsse aber die Wirkung der Offenbarung auf den vernünftigen Mann prüfen. Der Zweck, den der Gesetzgeber verfolge, sei nämlich der, alle Anleger zu schützen, also auch die Spekulanten, die schneller auf mehr oder weniger wesentliche Informationen zu reagieren pflegen.

c) Zeitlicher Faktor der Mitteilung

Beim TGS-Fall bildete auch der zeitliche Faktor eine wichtige Rolle. Wann werden Insiderinformationen als veröffentlicht und allgemein bekannt betrachtet, oder zu welchem Zeitpunkt darf der Insider seine geplanten Transaktionen durchführen? Das Gericht war der Meinung, dass

---

34 Zitat bei Klainguti, S. 124.

ein Insider auf Grund von Gerüchten noch nicht tätig werden dürfe. Am 16. April 1964 wurde durch die TGS-Verwaltung ein Pressecommuniqué in der Zeit zwischen 10 Uhr und 10 Uhr 15 abgegeben. Kurz davor kauften zwei Beklagte noch Aktien der erfolgreichen Gesellschaft. Sie behaupteten, dass die verheissungsvolle Tatsache schon vorher, d.h. vor ihren Käufen, gerüchteweise zirkuliert habe. In Kanada sei bereits am Abend des 15. April eine Pressemitteilung einer Zeitung übergeben worden; auch habe der kanadische Minister für Minen in Ontario am 15. April Kenntnis davon erhalten. Das alles genügte nach Auffassung des Gerichts nicht, die Neuigkeit als für die amerikanische Finanzwelt veröffentlicht zu betrachten.

Ein anderer Beklagter kaufte Aktien um 10 Uhr 18, also unmittelbar nach Beendigung der Pressekonferenz. Selbst das war nach Auffassung des Bezirksgerichts (nicht aber des Kreisgerichts) noch zu früh. Die Nachricht müsse mindestens auf dem Dow-Jones-broad-tape[35] erscheinen[36], erst dann gelte sie als veröffentlicht.

V. Sanktionen

Nach Section 16c) ist es den registrierpflichtigen Insidern untersagt, Leerverkäufe ("short sales" und "sales against the box") zu tätigen. Nichtbeachtung dieser Vorschrift kann mit höchstens 10'000 Dollars oder/und zwei Jahren Gefängnis bestraft werden.

Nach Section 16b) müssen ferner die registrierpflichtigen Insider die kurzfristig erzielten Gewinne durch Insidertransaktionen an die Gesell-

---

35 Ueber den Begriff des Dow-Jones-broad-tape vgl. vorne Fussnote 29.

36 Die SEC gedenkt eine neue Regel über die zeitliche Limitierung zu schaffen. In Zukunft sollen Insider erst 24 Stunden nach einem Pressecommuniqué oder nach Erscheinen der Nachricht in der Morgenzeitung wieder handeln dürfen.

schaft abliefern. Dank einer groben Berechnungsart kann ein Insider zusätzlich ganz empfindlich bestraft werden, sodass er selbst bei im ganzen genommen verlustreichen Transaktionen zur Gewinnherausgabe verpflichtet werden kann. Gefordert wird nämlich die Differenz zwischen der teuersten und der billigsten Aktie, die er innerhalb der sechs Monate gekauft oder verkauft hat.

Wird ein Beklagter nach der Rule 10b-5 verurteilt, entscheidet das Gericht, ob das Geschäft, das durch Insider-Missbrauch entstand, rückgängig gemacht werde oder ob der Insider Schadenersatz zu bezahlen habe.

Oft aber können gar nicht alle Geschädigten identifiziert werden. Was hat dann zu geschehen? In neueren Entscheidungen – so auch im TGS-Fall – haben die Gerichte die Insidergewinne eingezogen und diese der SEC oder auch gemeinnützigen Institutionen zugeführt.

§ 2 KANADA

Im folgenden wollen wir nur einen kurzen Ueberblick geben über die Anstrengungen Kanadas, die Insider-Missbräuche auf dem Wertpapiermarkt zu bekämpfen. Es geht dabei nicht um eine umfassende Darstellung, sondern vielmehr darum, die Unterschiede zur amerikanischen Regelung herauszustreichen, um damit die vielfältigen Möglichkeiten und gleichzeitig auch die grossen Schwierigkeiten, die sich auf diesem Gebiet der Gesetzgebung ergeben, anzutönen.

I. Historische Entwicklung

Auch Kanada hat schon früh versucht, dem grossen Uebel der Insider-Missbräuche auf dem Effektenmarkt zu Leibe zu rücken. Allerdings ging man dabei viel zaghafter vor als es der südliche Nachbar tat. Vor allem fehlte anfänglich eine der SEC vergleichbare, zentrale Bundesbehörde, die den Effektenverkehr hätte überwachen können. Es waren deshalb die einzelnen Provinzen, die hier immer wieder den Anstoss gaben, durch wirksame Mittel die verpönten Insidertransaktionen zu verhindern. An erster Stelle ist die Provinz Ontario zu nennen, die auch heute noch die fortschrittlichste Insiderregelung in Kanada besitzt[1].

Auf Bundesebene befasste man sich im Jahre 1935 erstmals mit dem Insiderproblem, indem man im Rahmen des Gesellschaftsrechts[2] die Direktoren von Aktiengesellschaften verpflichtete, einmal pro Jahr über ihre Transaktionen Bericht zu erstatten. 1960 waren es dann die Provinzen Ontario und Manitoba, die einen jährlichen Bericht von den Di-

---

1 Vgl. "The Montreal Star" v. 6.8.1973, S. 5: "Ontario is the most advanced jurisdiction on insider trading." Vgl. auch Hopt-will, S. 100 n. 41.

2 Das kanadische Gesellschaftsrecht ist im "Dominion Companies Act" von 1934 verankert; vgl. auch Hopt-Will, S. 98.

rektoren verlangten, falls ein solcher von einer Minderheit von mindestens 1% des Aktienkapitals gefordert wurde. 5 Jahre später näherte man sich allmählich der amerikanischen Gesetzgebung. Nach dem revidierten kanadischen Gesetz über die Gesellschaften mussten nun alle "directors", "officers" sowie alle Aktionäre, die 10% und mehr der ausgegebenen Aktien besassen, eine monatliche Meldung an das betreffende Ministerium abgeben. Doch konnten diese Berichte nur von Aktionären eingesehen werden. Schon 1 Jahr darauf wartete die Provinz Ontario mit einer viel strafferen Regelung auf, der dann auch die anderen Provinzen bis auf Quebec[3] folgten.

Im Jahre 1970 wurde dann auch der Canada Corporation Act im Sinne der Regelung von Ontario revidiert, indem sieben neue Artikel eingefügt wurden.

II. Die heutige Lösung

Die heutige Regelung des Insiderhandels in Kanada beruht auf dem Prinzip der Offenlegung und der Haftung.

1. Prinzip der Offenlegung

Die Publizitätsvorschriften für die "directors", "officers" und Grossaktionäre unterscheiden sich nur unwesentlich von denjenigen im amerikanischen Recht. Eine monatliche Zusammenfassung aller Berichte (das sogenannte "Canada Corporations Act Bulletin"), die ebenfalls abonniert werden können, gibt das kanadische Departement of Consumer and Corporate Affairs erst seit dem November 1971 heraus[4]. Ferner hat der

---

3 Quebec übernahm erst am 6. Juli 1973 die Regelung von Ontario. Siehe "Montreal Star" v. 6.8.1973, S. 5.

4 Siehe Hopt-Will, S. M-54.

Gesetzgeber in Kanada die in den USA so gehasste, aber doch wirksame Gewinnabschöpfung nicht eingeführt.

2. Haftungsvorschriften

Neben die vor allem prophylaktisch wirkende Pflicht zur Offenlegung aller Aktien der eigenen Gesellschaft durch die leitenden Angestellten und die Grossaktionäre tritt auch im kanadischen Recht eine strenge Haftungsvorschrift: erstens auf Herausgabe sämtlicher Gewinne, die durch Insidertransaktionen entstanden sind, an die Gesellschaft, und zweitens auf Schadenersatz gegenüber demjenigen, der unmittelbar durch solche Geschäfte Nachteile erfahren hat[5]. Von dieser Vorschrift erfasst sind die registrierpflichtigen Insider und dazu noch alle Angestellten der Gesellschaft, die Prüfer, gewisse Familienmitglieder und die Geschäftspartner der Insider. Während im amerikanischen Recht für die Haftung das Vorhandensein und der Gebrauch des Insider-Wissens nicht in jedem Fall erforderlich sind, muss nach der kanadischen Regelung für eine erfolgreiche Durchsetzung des Schadenersatzanspruches, sowie bei der Gewinnherausgabe an die Gesellschaft, der "Einsatz privilegierten Wissens" immer nachgewiesen werden[6].

---

5 Allerdings will man gemäss einem Reformentwurf in Zukunft auf die doppelte Haftung verzichten und die Insider nur noch gegenüber dem geschädigten Börsenpartner haften lassen.

6 Vgl. Hopt-Will, S. 101.

2. Kapitel:

INSIDERREGELUNGEN IN EUROPA

§ 3 GROSSBRITANNIEN

I. Einleitung

Die englische Insiderregelung besitzt die Eigenheit, dass sie einerseits sehr nahe und andererseits sehr entfernt von der vorne besprochenen amerikanischen Lösung des Insiderproblems ist. Sie ist insofern verwandt, als sie im common law eine gemeinsame Quelle aufweist, und als beide durch ein sich lang auswirkendes englisches Gerichtsurteil aus dem Jahre 1902[1] an einer forschrittlichen und rechtlich befriedigenden Lösung gehindert worden sind. Auf der anderen Seite unterscheidet sich das amerikanische Insiderrecht durch seine schon sehr früh (1934) und weit ausgedehnte, präzise Gesetzgebung in bezug auf das Insiderproblem.

Im Laufe der Zeit ist es aber dem englischen Recht dennoch gelungen, dem spezifischen Problem des Insidermissbrauchs durch eine eigene Regelung zu Leibe zu rücken. Dies geschah im Rahmen des Aktienrechtsgesetzes. Im Gegensatz zu anderen Ländern stand in England die Registerlösung von Anfang an im Vordergrund.

---

1 In diesem Entscheid (Percival v. Wright) ging es um die Treuepflicht von Direktoren und Verwaltungsräten gegenüber den Aktionären. Gewisse Direktoren erwarben Aktien ihrer eigenen Gesellschaft zu einem niedrigen Preis. Die Verkäufer machten als Kläger vor Gericht geltend, dass der Kurs wegen eines gleichzeitig laufenden Uebernahmeangebots viel höher hätte ausfallen sollen, und dass deshalb die Transaktionen rückgängig zu machen seien. Das Gericht lehnte aber eine Auskunftspflicht der Direktoren gegenüber den Aktionären ab. Direktoren und Verwaltungsräte seien nur gegenüber der Gesellschaft zur Treue verpflichtet.

II. Companies Act von 1948

Vor dem Jahre 1948 häuften sich die Insidermissbräuche so sehr, dass sich auch die für die Reform des Aktienrechts eingesetzte Cohen-Kommission erstmals damit zu befassen begann. Diese Kommission kam zum Schluss, dass es nicht möglich sei, Organe einer Aktiengesellschaft daran zu hindern, sich der dank ihrer Position erworbenen Kenntnisse über die eigene Gesellschaft zu bedienen, und Aktien der eigenen Firma zu kaufen oder zu verkaufen. Jedoch hielt sie es nicht für fair, wenn das Management an solchen Aktientransaktionen teilnehme[2]. Es war dann der Companies Act von 1948, der die ersten Massnahmen im Rahmen der Bekämpfung der Insidermissbräuche enthielt. § 195 dieses Gesetzes verlangte von den Gesellschaften neben dem Register der Aktionäre die Führung eines Spezialregisters ("Register of Directors' Shareholdings"), in welches alle Direktoren ihre Aktien und Obligationen eintragen mussten. Dieses Register stand jedem Mitglied der Gesellschaft zur Einsichtnahme offen, ebenfalls den Obligationären und dem unten zu behandelnden Board of Trade. Die korrekte Verwendung von privilegierten Informationen stand damit unter der Kontrolle der Kollegen und der Aktionäre[3], sowie der staatlichen Kontrollinstanz auf dem Gebiete von Handel und Industrie[4].

---

2 Vgl. Hornby J.A., La réforme du droit des sociétés en Grand Bretagne, R.T.D.Com. 1949, 13 ff.; ferner auch Bonal Juan, Les informations privilégiées et les devoirs des initiés, Genf 1972, (Maschinenschrift), S. 89.

3 Sie können also die Käufe und Verkäufe der Organe feststellen und an Hand des Zeitpunktes der Transaktionen beurteilen, ob diese auf der Verwertung von Insider-Kenntnissen beruhen.

4 Vgl. von Wattenwyl Richard, Die Publizität als Mittel des bundesrechtlichen Investorenschutzes in den Vereinigten Staaten von Amerika, Diss. Bern 1964, S. 35.

III. Board of Trade

Der Board of Trade ist eine Institution, deren wichtigste Aufgabe es ist, Missbräuche im Aktienhandel aufzudecken. Sie besitzt mehr Möglichkeiten als sie z.B. der amerikanischen SEC zustehen. Schon ein begründeter Verdacht erlaubt es diesem Organ, einzugreifen, und einen Beamten am Sitz der betreffenden Gesellschaft mit der Abklärung der Tatsachen zu betrauen. Sobald Angestellte Insidermissbrauch betreiben, kann der Board of Trade auf ihre Kosten eine Untersuchung einleiten, bei der alle Organe und "agents" der Gesellschaft und der Konzerngesellschaft mitwirken müssen[5]. Wenn diese Untersuchung nicht zur Aufdeckung des Insider Missbrauchs führt, so kann der Board of Trade eine Zivil- oder Strafklage erheben oder die Aufhebung der Gesellschaft beantragen. Im weiteren kann sich der Board of Trade über die Zweckmässigkeit von angestrengten Klagen aussprechen (§ 27 Comp. Act 1967). Er teilt dieses Vetorecht mit dem Director of Public Prosecutions, der die Aufgabe hat, strafrechtliche Verfolgungen einzuleiten, wenn die Allgemeinheit ein Interesse daran hat.

Schliesslich kann der Board of Trade in eigener Kompetenz entscheiden, den erstellten Rapport, oder Teile davon, zu veröffentlichen.

IV. Das geltende Recht: Companies Act von 1967

Die Jenkins-Kommission[6], die mit der Reformvorbereitung des Companies Act von 1967 beauftragt war, empfahl die Einführung allgemeiner Grundsätze für die Treuepflichten der Angestellten nicht nur gegenüber der Gesellschaft, sondern auch gegenüber den Aktionären. Ferner postulierten sie Normen, um Insidermissbräuche zu begrenzen, wie Erweiterungen der Publizitätsvorschriften und Einführung eines Verbots für Ter-

---

5 Vgl. Tunc A, Le droit anglais des sociétés anonymes, Paris 1971, S. 153.

6 Der Bericht dieser Kommission, der sogenannte Jenkins-Report von 1962, ist bei Hopt-Will M-127 abgedruckt.

minoperationen. Diese Vorschläge wurden nur zum Teil in das neue Gesetz aufgenommen.

1. Die Pflichten der Insider

§ 27 des Companies Act von 1967 verpflichtet jeden Direktor, sobald er in die Gesellschaft eintritt, dieser die Anteile, die er an der Gesellschaft, aber auch an der Mutter-, Tochter- oder Schwestergesellschaft besitzt, mitzuteilen. Ueberdies muss er, solange er in der Gesellschaft tätig ist, jede Aenderung in seinem Aktienbestand seiner Gesellschaft melden, insbesondere jede Aktientransaktion.

Die Anteile der Familienangehörigen (Ehegatten und Kinder) fallen ebenfalls unter diese Bestimmung (§ 31). Die obligatorische Eintragung muss die Kategorie der Titel, sowie den Kaufs- oder Verkaufspreis angeben. Die Frist zur Anmeldung beträgt vierzehn Tage nach der Transaktion.

Eine weitere Pflicht der Insider wird in § 16 des Comp. Act von 1967 statuiert. Danach müssen die Direktoren einer Gesellschaft in ihrem obligatorischen Bericht an die Generalversammlung die Anzahl und die Art ihrer Beteiligungen an der Gesellschaft darlegen und begründen. Die Vorschrift über die Einführung eines Spezialregisters, worin die gemeldeten Informationen eingetragen werden müssen, richtet sich an die Gesellschaft selbst. Dieses Register muss ständig nachgeführt werden und den Aktionären, allen interessierten Personen, sowie dem Board of Trade, zur Verfügung stehen. Die entsprechende Eintragung muss innert drei Tagen vorgenommen werden. Eine Busse in der Höhe von 500 Pfund sorgt für die Befolgung dieser Vorschrift.

2. Das Verbot für Termingeschäfte

Als weitere Massnahme zur Bekämpfung des Insiderhandels, und um zu verhindern, dass diejenigen, welche Tag für Tag die Verantwortung für

das Fortbestehen der Gesellschaft tragen, nicht mit kurzfristigen Geschäften an der Börse spekulieren und so ihren Gewinn aus der privilegierten Information ziehen können[7], hat der Gesetzgeber ein allgemeines Verbot für den Terminmarkt an die Adresse der Insider aufgestellt. Termin- oder Zeitgeschäft nennt man jenes Börsengeschäft, bei dem die Lieferung der Effekten an einem späteren, beim Abschluss des Geschäfte festzusetzenden Datum, dem sogenannten Liquidationstag, vereinbart wird[8]. Diese Art von Transaktion wird häufig von Insidern gewählt, weil sie lediglich die Erlangung der Kursdifferenz und nicht die langfristige Anlage von Kapital zum Ziele hat.

3. Kreis der Insider

Eine der wesentlichen Neuerungen betrifft den Kreis der meldepflichtigen Insider. Dieser wurde auf weitere Personen ausgedehnt. Als Insider gelten nach dem neuen Companies Act weiterhin die Direktoren und diejenigen Angestellten, die geschäftsführende Funktionen ausüben. In Ausweitung des früheren Rechtszustandes wird nun auch die wichtige Gruppe der Grossaktionäre von der Offenlegungspflicht erfasst. Was man schon bei der Ausarbeitung des Companies Act von 1948 gefordert hat, ist dadurch in das revidierte Gesetz aufgenommen worden. Grossaktionär ist, wer über eine Beteiligung von zehn Prozent und mehr verfügt[9].

4. Die Insider-Papiere

Als Insider-Papiere gelten nach den Vorschriften des Companies Act alle Aktien und Obligationen, die durch die Gesellschaft selbst, durch

---

7 Sei es in einer Hausse oder in einer Baisse.

8 Vgl. Sarasin A. E., Banken und Bankgeschäfte in der Schweiz, Bern 1969, S. 317.

9 Vgl. auch Hopt-Will, S. 104.

die Mutter-, Tochter- oder Schwestergesellschaft emittiert werden. Im Rahmen des § 27 wird noch eine zusätzliche Bedingung aufgestellt: es muss sich um kotierte Wertpapiere handeln[10].

5. Die Sanktionen

Die Verletzung der Mitteilungspflicht oder die Uebertretung des Verbots von Termingeschäften können mit Gefängnis bis zu zwei Jahren und mit Bussen in unbestimmter Höhe bestraft werden.

Im Gegensatz zur Verfolgung eines unerlaubten Terminhandels ist die Sanktion wegen einer Verletzung der Mitteilungspflicht dem Board of Trade oder dem Director of Public Prosecutions unterstellt. Diese können es vorziehen, von der Ausfällung einer Strafe abzusehen, und einen diplomatischeren Weg zu beschreiten, um den Respekt dieser Vorschrift zu erlangen.

V. Freiwillige Selbstregulierung

Neben den gesetzlichen Normen spielen in England die freiwilligen Abmachungen (Gentlemen's Agreements) auf dem Gebiet des Aktienhandels eine entscheidende und nicht wegzudenkende Rolle. Verschiedene interessierte Wirtschaftskreise bemühten sich dem Uebel des missbräuchlichen Insiderhandels durch interne Abmachungen und Vereinbarungen Abhilfe zu schaffen.

---

10 Kotiert werden diejenigen Wertpapiere genannt, die an einem Börsenplatz angemeldet sind und gehandelt werden.

1. "City Code on Take-overs and Mergers"

Das Ueberwachungsorgan der Londoner Börse ("City Panel on Take-overs and Mergers") erliess im Jahre 1968 den sogenannten "City Code on Take-overs and Mergers", welcher sich an alle an der Börse beteiligten Kreise richtet. Darin wird eine frühzeitige Information des Publikums bei wichtigen Entscheidungen der Gesellschaft sowie eine allseitige Handelssperre bei Fusions- und Uebernahmeverhandlungen verlangt[11].

2. Verhaltenskodex der CBI

Ein Sonderausschuss der "Confederation of British Industry" (CBI) veröffentlichte im Jahre 1973 einen Verhaltenskodex für die britischen Unternehmungen. Dieser legt den Gesellschaften die Befolgung einiger prinzipieller Regeln für verantwortungsbewusstes Handeln nahe; so u.a. auch eine möglichst frühzeitige und eingehende Orientierung des Publikums bei geplanten Fusionen[12].

3. "Guidelines for Directors"

Ebenfalls einen Kodex von Verhaltensregeln hat das "Institute of Directors" herausgegeben. In diesen "Guidelines for Directors" postuliert das Institut eine mehrwöchige Sperrfrist vor und nach der Veröffentlichung von Geschäfts- und Jahresberichten, in welcher Direktoren auf jegliche Transaktionen in den Aktien des eigenen Geschäftes verzichten sollten. Ferner wird darin den Mitgliedern vorgeschlagen, überhaupt nie ihre

---

11 Vgl. Hopt-Will, S. 104 f, und M-80, wo die wichtigsten Auszüge dieses Agreements abgedruckt sind; ferner dazu auch Forstmoser, S. 146.

12 Vgl. NZZ Nr. 460 vom 4.19.1973, S. 3.

Sonderkenntnisse des Unternehmens zum eigenen Vorteil, oder demjenigen von Verwandten und Freunden, auszunutzen[13].

4. Beurteilung der Abkommen und Empfehlungen

An der Wirksamkeit solcher Gentlemen's Agreements wird oft – zum Teil mit Recht – gezweifelt. Es steht fest, dass, solange sich nur ein Teil der Insider den vorgeschlagenen Abkommen und Empfehlungen unterwirft, die Anleger vor Missbräuchen nicht geschützt sind. Andererseits vermögen die Agreements wenigstens zu zeigen, dass die interessierten Kreise das Problem nicht einfach hinnehmen, und dass man die staatlichen Lösungen als unbefriedigend erachtet. Als flankierende Massnahmen dürften solche freiwillige Regelungen aber trotz der mangelnden Durchsetzbarkeit eine gewisse Wirkung entfalten.

VI. Vorschlag einer Aktienrechtsreform

Im Rahmen des neuen Aktienrechtsgesetzes, dessen Entwurf Ende 1973 veröffentlicht worden ist, hat sich das Handels- und Industrieministerium Grossbritanniens sehr intensiv mit dem Insiderproblem befasst, nachdem sich in letzter Zeit die Missbräuche gehäuft haben. Im Gegensatz zum geltenden Recht sollen nun Aktientransaktionen auf Grund von Insider-Informationen verboten und auch strafrechtlich verfolgt werden[14].

---

13 Vgl. NZZ v. 4.10.1973, S. 3: Verhaltenskodex der britischen Unternehmungen (eg.).

14 Ein Jahr zuvor war es der Vorsitzende des Ueberwachungsorgans der Londoner City (City Panel on Take-overs and Mergers), Lord Shawcross, der einen Strafrechtstatbestand für Insider-Missbräuche forderte. Nur dadurch könne man das "richtige Klima" an der Börse herbeiführen. Vgl. F u. W v. 30.9.1972.

Die vorgesehene hohe Maximalstrafe von sieben Jahren Freiheitsentzug sowie schwere Geldbussen für Missachtungen zeigen, dass der englische Gesetzgeber nun endlich Ernst machen will[15].

Die Reform schlägt einen neuen, viel weiter gefassten Insiderbegriff vor. Zukünftig sollen alle Personen, die privilegierte Informationen auf Grund ihres Verhältnisses zu einer besonderen Gesellschaft haben können als Insider gelten. Neben den Direktoren, Angestellten und Grossaktionären[16] werden neu auch professionelle Firmen- und Anlageberater sowie deren nahen Bekanntenkreis aufgezählt.

---

15 F u. W v. 29.12.1973, S. 18, Entwurf einer Aktienreform.

16 Die bisherige Limite für den Begriff des Grossaktionärs soll neu von 10 Prozent auf 5 herabgesetzt werden.

§ 4 FRANKREICH

I. Einleitung

Auch Frankreich blieb nicht von den Missbräuchen im Wertpapierhandel verschont. Seit der Entstehung der amerikanischen Börsengesetze in den Jahren 1933 und 1934 konnte man immer wieder den Ruf nach einer französischen Börsenkommission hören[1]. Zu einer Regelung des Insiderhandels und gleichzeitig zu der Schaffung einer Börsenkommission kam es aber erst im Jahre 1967[2], nachdem der Aktienindex von Jahr zu Jahr gesunken war, und sich in der Folge mehrere offene Skandale ereignet hatten. Dieser ersten französischen, vom Prinzip der Offenlegung beherrschten Lösung war kein langes Leben beschieden, wurde sie doch schon knapp drei Jahre später von einer grundsätzlich verschiedenartigen Regelung abgelöst. Der erste Versuch aus dem Jahre 1967 war also ein Fehlschlag. Die allzu starke Nachahmung der englischen und vor allem auch der amerikanischen Regelung schien keinen Widerhall gefunden zu haben[3].

II. Der erste Lösungsversuch von 1967

1. Die COB

Als wesentlicher Bestandteil der französischen Insiderregelung wurde in der Ordonnance vom 28. September 1967 auch die "Commission des Opérations des Bourse" (COB) ins Leben gerufen. Sie ist eine der amerika-

---

1 So vor allem Tunc André, Le contrôle fédéral des sociétés commerciales par actions aux Etats-Units, R. T. D. Com. 1952, 509-528.

2 In Form eines Regierungsdekrets: Ordonnance No. 67-833 du 28 Septembre 1967.

3 Eine umfassende Darstellung findet sich bei Will Michael, Die französische Börsenkommission, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, 133 (1970), S. 229-274; ferner auch: Hopt-Will, S. 107 ff.

nischen SEC vergleichbare Institution, hat aber viel weniger Kompetenzen und ist deshalb auch weniger wirksam als jene. Die Hauptaufgabe dieser Kommission ist es, "ein breiteres Börsenpublikum aller Art zu schützen und neues Vertrauen in den Kapitalmarkt zu wecken"[4].

2. Der Insiderkreis

Bei der Bestimmung der Personen, die als Insider (im französischen "initié" genannt) gelten, und denen bestimmte Offenlegungspflichten obliegen, hat der französische Gesetzgeber einen originellen, aber, wie wir später sehen werden, leider unpraktikablen Weg gefunden. Einerseits zählt er die wegen ihrer Position zum voraus als Insider geltenden Funktionsträger einer Gesellschaft auf: Präsident, Mitglieder des Verwaltungsrates, Generaldirektoren, Mitglieder des Aufsichtsrates oder der Direktion. Andererseits überband das Gesetz der Börsenkommission die Aufgabe, von Gesellschaft zu Gesellschaft diejenigen Angestellten zu bezeichnen, die wegen ihrer tatsächlich ausgeübten Funktion über privilegierte Informationen verfügen.

Neben diesen beiden Gruppen von gesellschaftsinternen Insidern, zählt das Gesetz lediglich noch die nicht getrennt lebenden Ehegatten auf.

3. Die Pflichten der Insider

a) Pflicht zur Umwandlung der Aktien

Um die Insiderpapiere zu individualisieren, mussten alle vom Gesetz oder von der COB bezeichneten Insider ihre Aktien[5] in Namenpapiere

4 Will, a.a.O., S. 235; das Gesetz umschreibt die Hauptaufgabe sehr programmatisch: "la commission des opérations de Bourse ... est chargée de veiller au bon fonctionnement des bourses de valeurs". Ordonnance No. 67-833 du 28.9.1967, art. 1.

5 Die Umwandlungspflicht galt auch für die Aktien der minderjährigen Kinder der Insider.

umwandeln. Eine spätere Revision dieser Regelung[6] ermöglichte es, anstelle dieser Umwandlung, die betreffenden Aktien bei einer Bank zu hinterlegen. Die Gesellschaft musste aber über den jeweiligen Bestand orientiert werden.

b) Pflicht zur Meldung der Transaktionen

Die zweite Pflicht, die den Insidern auferlegt wurde, war die Meldung jeglicher Veränderung im Aktienbestand an die oben erwähnte COB. Sobald ein Insider Wertpapiere "seiner" Gesellschaft kaufte oder verkaufte, musste er dies, mittels eingeschriebenen Briefes und innert sechs Tagen, an die COB mitteilen. Dieser Bericht musste neben der Stückzahl auch den Kaufs- oder Verkaufspreis enthalten.

Zweck der beiden Offenlegungspflichten war, sicherzustellen, "dass die Eigentümer der betreffenden Papiere stets namentlich erfasst werden konnten und die Beteiligung von Insidern an ihrer Gesellschaft nicht im Dunkeln blieb"[7].

4. Die Sanktionen

Das Gesetz hat nicht vorgesehen, diese Meldungen, die an die COB gelangten, zu veröffentlichen, oder interessierten Kreisen zur Einsichtnahme vorzulegen. Dagegen konnte die COB in eigener Kompetenz entscheiden, ob sie es für nützlich halte, die ganzen Meldungen oder Teile davon, in von ihr ausgewählten Zeitungen zu veröffentlichen. Diese als Sanktion gedachte (und als solche sicher nicht unwirksame) Massnahme stand aber auf sehr vagen Füssen.

---

6 Gesetz No. 69-12 vom 6.1.1969, Art. 4 Abs. 2.

7 Leistner Georg, Das französische Insider-Recht, Die Aktiengesellschaft (Hamburg) 1971, S. 361.

Ferner musste ein Insider mit einer Geldstrafe in der Höhe von 2000 F. bis 40'000 F. rechnen, wenn er seine Offenlegungspflichten verletzte. Daneben drohte ihm die Rückgabe der Aktien oder des erzielten Gewinnes an die Gesellschaft, sowie die Veröffentlichung des Urteils.

5. Die Durchführung der alten Regelung

Die auf dem Papier so klar und wirkungsvoll erscheinende Regelung von 1967 erwies sich in der Praxis als ein nicht durchführbares Unterfangen. Es fehlte auch nicht an Kritik, vor allem seitens der mit der Exekution beauftragten Commission des Opérations des Bourses selbst. Die COB war nicht imstande, die nicht im Gesetz aufgezählten Insider zu bestimmen[8].

Die verlangten Meldungen der Insider wurden lediglich entgegengenommen und konnten nicht ausgewertet werden, weil sich die Administration überfordert fühlte. Die so sehnlichst erhoffte Wirkung, Insider-Missbräuche zu verhindern oder einzudämmen, blieb aus.

III. Das geltende Recht

Der Wille, die französische Börse von den unsauberen Machenschaften endgültig zu säubern, und die Einsicht, dass sich die bisherige Lösung von 1967 in der Praxis als verfehlt und unwirksam erwies, veranlasste den Gesetzgeber, Ende 1970 einen neuen Anlauf auf dem Gebiete der Regulierung des Effektenmarktes zu unternehmen. Dem neuen Gesetz vom 23. Dezember 1970 liegt eine völlig neue Konzeption zugrunde: Die Offenlegungspflichten wurden eingeschränkt, dafür wurde ein neuer Straf-

---

8 Vgl. dazu Will, a.a.O., S. 265.

tatbestand geschaffen. Das bedeutet eine Abkehr von rein präventiven zu repressiven Massnahmen[9].

1. Die Insider nach dem neuen Gesetz und ihre Pflichten

Nachdem die COB festgestellt hatte, dass es unüberwindbare Schwierigkeiten bereitet, die Insider von Fall zu Fall auf Grund des effektiven Zugangs zu Insider-Informationen zu bestimmen, wurde diese Regelung im neuen Gesetz fallengelassen.

Hinsichtlich der Pflichten der Insider[10] verlangt das Gesetz nur noch die Umwandlung der Insideraktien in Namenpapiere oder die Hinterlegung bei einer Bank[11]. Auf die Meldung über Insidertransaktionen hat man in der neuen Regelung verzichtet.

2. Ausnützungsverbot von Insiderinformationen

Während inbezug auf die Offenlegungspflichten der Insiderkreis eingeschränkt wurde, hat der Gesetzgeber den Täterkreis des neu geschaffenen Straftatbestandes sehr weit gefasst: Jedermann, der in Ausübung seines Berufes oder seiner Funktion[12] zu privilegierten Informationen

---

9 Zugleich bedeutet es auch eine Abkehr von der anglo-amerikanischen Konzeption; Leistner, a.a.O., S. 362.

10 Als Insider gelten weiterhin die Spitzenorgane der Gesellschaft: Direktor, Präsident, Mitglieder des Verwaltungsrates und des Aufsichtsrates und der Generaldirektor. Entgegen der Empfehlung der COB fehlen auch in der neuen Regelung die Grossaktionäre.

11 Nach der neuen Regelung ist auch die Hinterlegung bei einem Börsenmakler oder einem staatlich zugelassenen Institut erlaubt.

12 Die COB hat hier nachträglich eine wesentliche Einschränkung gemacht. In ihrem Bericht des Jahres 1970, S. 140 hält sie fest, dass die Ausübung von Funktionen und Berufen, die nicht selbst infolge ihrer Eigenart gerade den Zugang zu Informationen eröffnen und die deshalb auch keinerlei Anreiz bieten, solche Informationen zu suchen, von dem Tatbestand nicht erfasst seien. Somit fällt z.B. der Taxifahrer, der Insiderinformationen seines Kunden aufschnappt, weg. Leistner, a.a.O., S. 363.

über die technische, kaufmännische und finanzielle Lage der Gesellschaft gelangt ist und diese beim Effektenhandel ausnützt, wird bestraft[13].

Die Untersuchung von Verletzungen dieses Verbots obliegen der COB. Diese Kommission hat das Recht und die Pflicht bei einem Verdacht von Insiderhandel, jede Person, von der sie annimmt, dass sie in der betreffenden Angelegenheit Auskunft erteilen kann, vorzuladen und zu vernehmen. Werden im Rahmen einer solchen Untersuchung strafbare Sachverhalte ermittelt, so wird die Angelegenheit der ordentlichen Gerichtsbarkeit übergeben[14].

Die angedrohte Strafe beträgt Gefängnis von zwei Monaten bis zu zwei Jahren und Busse von 5000 F. bis 5 Mio. F. Die Busse kann bis zum vierfachen Betrag des Gewinns erhöht werden.

---

13 Verboten ist auch das Vorschieben von Strohmännern. Es versteht sich von selbst, dass mit der Veröffentlichung der betreffenden Information die Strafbarkeit wegfällt. Auch hier, wie im amerikanischen Recht (vgl. vorne S. 18f.), bietet die Frage, wann eine Information als veröffentlicht gilt, heikle Probleme.

14 Leistner, a.a.O., S. 364.

§ 5 DEUTSCHLAND

I. Einleitung

Als drittes europäisches Land, das sich bis heute mehr oder weniger intensiv mit dem Insiderproblem befasst hat, sei auch noch die Bundesrepublik Deutschland erwähnt. Dieses Land packte das Problem wiederum von einer anderen Seite an. Auch hier hat der Gesetzgeber die Notwendigkeit einer Regelung auf dem Gebiete des Effektenhandels, vor allem inbezug auf die unfairen Insidertransaktionen[1] erkannt und nach einem geeigneten Weg zur Bekämpfung von Missbräuchen gesucht. Die Lösung glaubt die vom Bundeswirtschaftsministerium eingesetzte Expertenkommission in der freiwilligen Selbstkontrolle gefunden zu haben. Die in den sogenannten Insider-Richtlinien vom 13. November 1970 enthaltenen Gentlemen's Agreements sind mehr auf negative als auf positive Kritik gestossen[2]. Tatsächlich scheint Deutschland auch nicht die besten

---

1 Neuere Insiderfälle in Deutschland u.a.: Audi-NSU, siehe in Frankfurter Allgemeine vom 4.11.1971, S. 13; Kaufangebot der August-Thyssen Hütte an die Rheinstahl-Aktionäre, siehe SHZ Nr. 12 vom 22.3.1973, S. 11.

2 Kritisch äussern sich vor allem Hopt-Will. Ferner spricht sich der deutsche Gewerkschaftsbund (DGB) in seiner Stellungnahme vom 8.9. 1971 eindeutig gegen die Richtlinien aus. Der DGB sieht seinerseits die Lösung in einem gesetzlichen Verbot für die Insider-Missbräuche. Er fordert die in den Richtlinien angesprochenen Personen auf, die Abgabe der privaten Verpflichtungserklärung zu verweigern. Will Michael, Anlegerschutz durch Insiderhandels-Richtlinien?, NJW 1973 Heft 15, 645 f., vermisst in der deutschen Regelung den Schutz des Anlegers, der meist allein Schaden erleidet. Soll man es, wenn Selbstdisziplin nicht vorhanden ist und Verträge gebrochen werden, bei einem Achselzucken bewenden lassen, dass die Gesellschaft einen Anspruch und keinen Schaden, der Anleger aber den Schaden und keinen Anspruch habe? Will fordert daher in seiner Abhandlung die Einbeziehung der geschädigten Anleger in die Vertragskonstruktion, entweder durch die Rechtsfigur der Drittschadensliquidation oder durch Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte. Allerdings würden dadurch nur geschädigte Aktionäre und nicht auch geschädigte anonyme Anleger geschützt. Ebenfalls negativ äussern sich zur neuen Regelung: Schwark Eberhard, Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, Der Betrieb 1971, 1605-1609; Bremer H., Vier Jahre Tätigkeit der Börsensachverständigenkommission, Wertpapier-Mitteilungen 1972, 898 ff;

Erfahrungen gemacht zu haben. Im folgenden werden wir kurz die wichtigsten Punkte der deutschen Regelung herausgreifen. Es kann sich dabei nicht um eine vollständige Darstellung handeln. Solche findet man in der nicht geringen deutschen Literatur[3].

II. Die Insiderhandels-Richtlinien

Die neugeschaffenen deutschen Insider-Richtlinien wenden sich an die Organe von Aktien- und Kommanditgesellschaften auf Aktien. Es handelt sich dabei lediglich um Empfehlungen, die keinen gesetzlichen Charakter aufweisen. Die Verbindlichkeit erlangen sie durch vertragliche Anerkennung, d.h. die Gesellschaften können sie für ihre Organe und leitenden Angestellten in die Anstellungsverträge aufnehmen. Die ganze Wirksamkeit dieser Insiderhandels-Richtlinien hängt folglich von der gegenseitigen Anerkennung des wirtschaftlichen Partners ab[4].

Die wirtschaftlichen Spitzenverbände haben die Aufgabe übernommen, zusammen mit der Deutschen Wertpapierbörse, Erläuterungen, sowie eine Verfahrensordnung für die bei den Börsen zu bildenden Prüfungskommissionen auszuarbeiten[5].

Horn Norbert, Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht (ZHR), 136 (1972), 369-396.

3 Vor allem bei Hopt-Will, S. 111 ff.; ferner auch bei: Bitz Michael, Das Insider-Problem und die Empfehlungen der Börsenreformkommission, Blätter für Genossenschaftswesen 1970, 409-413; Schwark Eberhard (Fussnote 2); Rümker Dietrich, Zur Auslegung der Insider-Regeln, der Betriebs-Berater 27 (1972), 1208 ff.; Beyer-Fehling Hermann, Die neuen Insider-Regeln, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1970, 1112-115.

4 Hopt-Will, S. 144: "Entgegen missverständlichen Aeusserungen in der Oeffentlichkeit ... haben die Richtlinien ... nicht den Rang einer staatlichen Rechtsnorm."

5 Vgl. Rümker, a.a.O., 1208.

1. Das generelle Verbot

Der Kern der deutschen Regelung, die Ziff. 1 der Richtlinien für Insidergeschäfte vom 13. November 1970, beinhaltet ein generelles Verbot an die Adresse der obersten Organe einer Gesellschaft. In derselben Ziffer werden auch diejenigen Ereignisse und Tatsachen, die als Insider-Information relevant sein können, aufgezählt:

> "Mitglieder des Vorstandes und des Aufsichtsrates dürfen Geschäfte in börsennotierten oder öffentlich mit dem Hinweis der beabsichtigten Börseneinführung angebotenen Aktien, die von der Gesellschaft oder von einem mit ihr verbundenen Unternehmen ausgegeben sind (Insiderpapiere) zu keinem Zeitpunkt und in keiner Weise unter Ausnutzung vertraulicher Informationen, die von Einfluss auf die Bewertung der Insiderpapiere sein können und von denen sie auf Grund ihrer Stellung Kenntnis erlangt haben, zu eigenem Vorteil oder zum Vorteil Dritter abschliessen oder abschliessen lassen. Als Information dieser Art sind anzusehen: Kenntnisse über eine wesentliche Ertragsveränderung oder wesentliche Tatsachen, die hierauf von Einfluss sind oder sein werden, eine Aenderung des Dividendensatzes, Massnahmen der Kapitalbeschaffung und Kapitalherabsetzung, vorgesehene Verschmelzung, Vermögensübertragung, Umwandlung, Abfindungsangebote oder Auflösung vor der Bekanntgabe"[6].

2. Insiderbegriff

In erster Linie gelten gemäss der oben zitierten Ziffer als Insider die Mitglieder des Vorstandes und des Aufsichtsrates. Daneben können aber

---

6 Eine vollständige Widergabe des Wortlautes der Richtlinien findet sich bei Hopt-Will (Anhang M-100).

auch leitende Angestellte einer Gesellschaft als Insider in Frage kommen. Die Regelung überlässt es den Vorständen, die jeweiligen Angestellten, die in dieser Eigenschaft Zugang zu vertraulichen Informationen haben, den Richtlinien zu unterwerfen (Ziff. 2).

Weiter wird der Insiderbegriff nicht gefasst. Es fehlen vor allem die Grossaktionäre, die Tipgeber und die Familienangehörigen[7].

3. Die Insiderpapiere

Auch der Begriff der Insiderpapiere ist sehr eng gefasst. Als solche gelten gemäss den Erläuterungen zur Ziffer 1 der Regelung nur solche Papiere, die an einer inländischen Börse notiert sind oder die mit dem Hinweis der beabsichtigten Börseneinführung öffentlich angeboten werden. Hopt-Will bezeichnen es als eine der "immanenten Schwächen der Freiwilligenlösung", dass die Papiere des Frei- und Telephonhandels nicht miterfasst werden[8].

4. Das Verfahren

Die Einzelheiten über die Verfolgung der Insider-Fälle sind in der von den Spitzenverbänden und der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wert-

---

7 Vgl. Leistner Georg, Das Insiderrecht in der Bundesrepublik – Ein Schlag ins Wasser!, Zeitschrift für Rechtspolitik 1973, 204, der den Begriff des Insiders im "Hinblick auf den erhobenen Anspruch erheblich zu eng" betrachtet; ebenso Hopt-Will, S. 117. Anderer Meinung: Schwark, a.a.O., S. 1603, der mit einem weiter gefassten Insiderbegriff einen zu grossen Verwaltungs- und Kontrollaufwand befürchtet.

8 Vgl Hopt-Will, S. 117; ähnlich auch Leistner, a.a.O., S. 204.

papierbörsen ausgearbeiteten Verfahrensordnung geregelt[9]. Danach sind es die an den einzelnen Börsen eigens eingerichteten Prüfungskommissionen, die, auf Grund einer Anzeige und bei begründetem Verdacht, entscheiden, ob ein Verstoss von der Gesellschaft zu untersuchen sei.

Als persönliche Reinwaschung sieht die Verfahrensordnung auch die Selbstanzeige vor.

Die ganze Verfahrensordnung wird in der Literatur als schwächster Punkt der deutschen Insider-Regelung betrachtet. Es ist nicht etwa eine unabhängige Kommission, die die einzelnen Insider-Missbräuche prüft und untersucht, sondern meist sind es Kollegen der delinquierenden Insider, denen diese Aufgabe zufällt. Dadurch entsteht die Gefahr, dass das angestrebte Ziel, Insider-Missbräuche aufzudecken, um das Vertrauen des Publikums in die Börse zu stärken, vereitelt wird[10].

5. Die Sanktionen

Als Sanktion für Verstösse gegen die Bestimmungen der Ziffer 1 der Richtlinien ist die Ablieferung des Gewinns aus den Insider-Transaktionen an die Gesellschaft vorgesehen. Die kurze Verjährungsfrist von drei Monaten und die Inter-Partes-Wirkung (d.h., dass es der Gesellschaft überlassen ist, auf der Herausgabe des Gewinns zu beharren) lässt diese Sanktion als eher wirkungslos erscheinen. Was dagegen als härtere Strafe aufgefasst werden dürfte, ist die Auferlegung der Verfahrenskosten an die Betroffenen.

---

9 Die Verfahrensordnung ist ebenfalls im ganzen Wortlaut abgedruckt bei Hopt-Will (Anhang M-105 f.).

10 Vgl. Leistner, a.a.O., S. 208, der die deutsche Insiderregelung als einen "Schlag ins Wasser" betrachtet. Nach Horn, a.a.O., S. 203, enthält die Regelung "alle Voraussetzungen für eine Undurchsetzbarkeit der Richtlinien".

Eine meist harte und wirkungsvolle Sanktion, nämlich die Veröffentlichung des Untersuchungsergebnisses, sucht man in der deutschen Regelung vergebens.

Zweiter Teil

DAS INSIDERPROBLEM IN DER SCHWEIZ

1. Kapitel:

ALLGEMEINE ASPEKTE DES INSIDER-PROBLEMS

§ 6 INSIDERFAELLE IN DER SCHWEIZ

I. Vorbemerkung

Anhand einiger ausgewählter Beispiele von augenfälliger Kursschwankungen soll hier gezeigt werden, dass auch in der Schweiz Vermutungen über Insider-Fälle nicht unbegründet sind. Ich habe dabei – im Sinne der unten in § 6 folgenden Begriffe – die Sachverhalte nach den kursbeeinflussenden Tatsachen gruppiert.

Es sei in diesem Zusammenhang darauf hingewiesen, dass sich bis heute noch kein schweizerisches Gericht mit solchen oder ähnlichen Sachverhalten zu befassen hatte.

II. Bei Fusionen und anderen positiven Nachrichten

1. Bei Fusionen

Weitaus am häufigsten geben Fusionen Anlass zu Vermutungen über Insidertransaktionen. Ob das mit dem allgemeinen Trend zur Konzentration in der Wirtschaft zusammenhängt, oder ob diese Feststellung von der relativen Zuverlässigkeit der Information abhängt, bleibe dahingestellt.

Als Tatsachen, die sich positiv auf die Börsenkurse auszuwirken vermögen, führen Meldungen über Fusionen immer zu Insider-Käufen: Im Vorfeld einer Fusion zweier Gesellschaften werden die Unternehmen "mitsamt den stillen Reserven gewogen und zum vollen wirtschaftlichen Tageswert ins Uebernahmekalkül einbezogen"[1]. Solche, leider nur zu selten angestellte Berechnungen, fördern in den meisten Fällen einen den Börsenkurs merklich übertreffenden Aktienkurs zu Tage. Die mit den Vorberatungen und Formulierungen der Anträge betrauten Personen sind dann in der Lage, das Wissen um diese Differenz durch vorteilhafte Käufe an der Börse (oder auch ausserbörslich) zu verwerten.

a) Ein für schweizerische Verhältnisse sehr krasser Vorfall ereignete sich im Jahre 1969[2]. Unter dem Titel "Ein Riesengeschäft" berichtete eine Wirtschaftszeitung[3] von der Fusion Durand & Huguenin mit Sandoz: "Die Titel waren bis Ende Januar d.J. (1969) während längerer Zeit in Basel (ausserbörslich) zu 2900/3000 Fr. erhältlich gewesen. Dann aber zogen sie plötzlich an, um nun kürzlich auf einem Niveau von nicht weniger als 9100 Fr. stehenzubleiben – über 200 Prozent Kursgewinn in rund sechs Wochen. Die Erklärung für diesen riesigen Kursgewinn lieferte dann die Sandoz-Verwaltung mit ihrer Uebernahmemeldung. Tatsache ist – es gibt keine andere Begründung –, dass einmal mehr gewisse Insider rechtzeitig 'eingestiegen' sind, zum Schaden der alten Aktionäre und zum Schaden der Börse als Institution."

b) In jüngerer Zeit wurden die schweizerischen Börsenkreise von Kurssprüngen bei den Lonza-Papieren überrascht. Keine andere Erklärung als Insideroperationen fand die Wirtschaftspresse[4] für den rapiden Kurs-

---

1 NZZ vom 21. März 1971, S. 17 (H.A.).

2 Gleichzeitig demonstriert dieses Beispiel, dass auch ausserbörslich gehandelte Titel nicht vor Insiderhandel verschont bleiben.

3 Finanz und Wirtschaft, Nr. 21, Samstag, 15. März 1969, S. 4.

4 Vgl. SHZ v. 15.11.1973, S. 7 und SHZ v. 13.12.1973, S. 3; Weltwoche v. 7.11.1973, S. 25.

anstieg der Lonza-Aktien im Zusammenhang mit dem Uebernahmeangebot der Alusuisse an die Aktionäre der Lonza.

"Die Kurse der Lonza-Inhaber-Aktien stiegen vom August 1973 bis zur Bekanntgabe des Angebots anfangs November um 34%, die der Partizipationsscheine im gleichen Zeitraum um 55%, und in der Vorwoche vor der Informierung der Oeffentlichkeit allein um 23%"[5].

Am Vortrag der öffentlichen Bekanntgabe der Fusion erreichte der Kurs mit Fr. 2080 genau jene Höhe, die dem Alusuisse-Inhaber-Bezugsrecht entsprach.

2. Andere positive Nachrichten

Neben Fusionen üben besonders auch Dividenden- und Kapitalerhöhungen positive Wirkungen auf die Aktienkurse aus. Solche geschäftspolitische Schritte indizieren wirtschaftlichen Aufschwung und schlagen sich ebenfalls in einem höheren Substanzwert der Aktien nieder.

a) Kürzlich konnte man an der Börse beobachten, dass auch die Ausschüttung eines Bonus vermutlich zu Insidergeschäften führen kann: Am 24. September 1974 beschloss der Verwaltungsrat der Schweizerischen Rückversicherungsgesellschaft an seiner Sitzung, einen Bonus von 10 Fr. je Aktie auszuschütten. Eine Woche zuvor befand sich der Kurs der Inhaberaktie bei 2170 Franken. Am 19. September 1974 stieg er bei einer allgemeinen Baisse auf 2400 Fr. Einen Tag darauf wurden bereits 2575 Franken bezahlt und am Vortag der erwähnten Verwaltungsratssitzung und der darauf erfolgten Veröffentlichung der guten Nachrichten lag der Kurz bei 2600 Franken. Schon zwei Tage später sank der Kurs wieder auf 2250 Franken.

---

5 Forstmoser in SAG 1973, S. 134.

b) Im Jahre 1972 zeigten sich ähnliche Bilder anlässlich der Dividendenerhöhung der Zürcher Versicherungsgesellschaft sowie der Kapitalerhöhung des Basler Chemieunternehmens Sandoz.

III. Bei negativen Nachrichten

Schlechte Nachrichten über ein Unternehmen führen immer zu Insider-Verkäufen, da sie die Besser-Informierten dazu bewegen, ihre Papiere rechtzeitig abzuschieben[6]. Häufig geben dabei Gerüchte über bevorstehende Konkurse, gescheiterte Fusionen, Dividendenkürzungen oder andere unerfreuliche Ereignisse Anlass zu Spekulationen.

1. Bevorstehender Konkurs

Als trübstes Kapitel im schweizerischen Börsenjahr 1974 bezeichnete "Die Weltwoche" (v. 21.8.74, S. 21) den Kurszerfall der Arto-Holding, und äusserte dabei die Vermutung nach massiven Insider-Geschäften.

Im Zuge einer allgemeinen Baisse sank der Wert im Frühling 1974 auf 200 Franken. Im Juli folgte ein rapider Kurssturz und erst als sich der Kurs auf 120 Fr. zurückbildete, gab die Arto-Geschäftsleitung Schwierigkeiten bei der Untergruppe Auto-Senn bekannt. Der Kurssturz spielte sich zwischen Sitzungen des Verwaltungsrates und der Bekanntgabe ab! Schliesslich sackte der Kurs auf 40 Franken (bei einem Nominalwert von 100 Fr.) ab[7].

---

6 Siehe unten S. 66 f.

7 Vgl. auch NZZ v. 16.8.74, S. 5 und SHZ v. 24.10.74, S. 11.

2. Gescheiterte Fusion

Etwas weiter zurück liegen die Begebenheiten anlässlich von Uebernahmeplänen zwischen der Maschinenfabrik Oerlikon und der Brown-Boveri, Baden, im Jahre 1965. In der "Finanz und Wirtschaft" wurden diese Vorfälle wie folgt geschildert: "Wer war kürzlich nicht erstaunt, als die MFO-Aktie plötzlich unter Druck geriet, wobei vor allem die tieferen Terminnotierungen auf Leerverkäufe hinwiesen. Niemand wusste Bescheid oder konnte das Ereignis deuten. Banken und Publikum wussten nur, dass auf Grund der Aeusserungen von BBC-Chef Dr. Boveri eine Fusion BBC/ MFO als praktische Tatsache zu gelten habe. Doch bereits einen Tag nach den MFO-Leerkäufen wurde deren Sinn und kausale Verknüpfung sichtbar: Eine offiziöse Meldung besagte, dass die Fusion nicht zustande kommen werde. Die enge Kausalität führt zum berechtigten und verständlichen Schluss, dass 'Insider' oder deren Vertraute ihre Kenntnis zu vorzeitigen Verkäufen ausnützten"[8].

---

8 Finanz und Wirtschaft vom 24.7.65, S. 8: Insider und ihre Freunde, von Dr. W. Eisenbeiss.

§7 NEGATIVE AUSWIRKUNGEN DES INSIDER-HANDELS

I. Vorbemerkung

Auf Grund der h.M. besteht kein Zweifel, dass Insider-Geschäfte als solche verwerflich und unerwünscht sind. Die negativen Auswirkungen auf den Kapitalmarkt im allgemeinen und auf das Funktionieren des Börsenhandels im speziellen, sowie die Beeinträchtigung von Anlegerinteressen sind die wesentlichen Argumente, welche im Kampf gegen die Insider-Geschäfte im in- und ausländischen Schrifttum ins Felde geführt werden. Ausserdem stellt die Ausnützung privilegierter Informationen auch eine Verletzung des Minderheitenschutzes im Aktienrecht dar. Auf der anderen Seite, und die wollen wir nicht unberücksichtigt lassen, kann man auch Stimmen hören, die in der Insidertätigkeit sogar einen Nutzen für den Effektenmarkt sehen.

II. Störung des Kapitalmarktes und des Effektenhandels

Als kollektives Schutzinteresse bezeichnen Hopt/Will[1] "die Sorge um den Kapitalmarkt und um die kontinuierliche Vermögensbildung durch das Effektenpublikum". Der Kapitalmarkt als eines der wichtigsten Instrumente der westlichen Wirtschaft wird indirekt beeinträchtigt, indem durch das Auftreten der Insider eine Funktionsstörung am Effektenmarkt entsteht. Durch die Missbräuche der Insider wird das Vertrauen an der Börse geschwächt: Eine wichtige potentielle Anlegerschaft, die Kleinsparer, wird abgeschreckt. Das allgemein erklärte Ziel, die Sparer für die Börse zu gewinnen, wird vereitelt[2]. Die Börse mit den sonst idealen

---

1 Hopt-Will, S. 49.

2 Dieses Ziel erwähnt auch der Zwischenbericht des Präsidenten und des Sekretärs der Arbeitsgruppe für die Ueberprüfung des Aktienrechtes zum Vorschlag für eine Teilrevision des Aktienrechts (Kom. Tschopp), S. 37; sowie Forstmoser, S. 136 und Vontobel D., S. 32.

Marktbedingungen von Angebot und Nachfrage wird in ihrer Funktion gestört. Durch Insidertransaktionen wird die Chancengleichheit an der Börse gefährdet. Die Outsider, d.h. diejenigen Anleger, die nicht über Vorausinformationen verfügen, werden an ihrem Vermögen geschädigt, währenddem die Insider einen nicht zu rechtfertigenden Vorteil herausholen können. Eine Regelung bzw. eine Erfassung der Insider drängt sich aus gesamtwirtschaftlichen Erwägungen heraus auf[3].

III. Beeinträchtigung der Anlegerinteressen

Was den Insider-Handel vor allem als verwerflich erscheinen lässt, ist die Tatsache, dass der "kleine Mann", meist als Publikumsaktionär, übervorteilt und um seine Ersparnisse gebracht wird. Die durch missbräuchliche Insidertransaktionen erlittenen Verluste der Outsider können unter Umständen beträchtliche Ausmasse annehmen. Es seien hier die Vorgänge anlässlich der Fusion Durand & Huguenin/Sandoz im Jahre 1969 erwähnt, wo der Aktienkurs innerhalb der Zeit vom Januar bis anfangs März von 3000 auf 9000 Franken stieg[4]. Derjenige Aktionär, der im Januar seine Aktien abgeschoben hat, wurde um eine Gewinnchance in der Höhe von rund 6000 Franken pro Aktie gebracht.

Allerdings kann man an dieser Stelle sagen, dass sich nicht jedes Insider-Geschäft als gewinnbringend erweist. "So lässt sich vom Praktiker – manche Jahre zurückblickend – sagen, dass die vermeintlich risikolosen Transaktionen der Insider sich in vielen Fällen als Fehlkalkulationen aus-

---

3 So auch Hopt-Will, S. 49 f.; Klainguti, S. 43. Ferner auch SHZ v. 15.11.73, S. 7: "Denn es ist nicht zu verkennen, dass bei jedem solchen Vorgang ganz erhebliches Vertrauenskapital zerstört wird, auf das die Börse heute unverändert, wenn nicht sogar noch mehr als früher, angewiesen ist." (wl.)

4 NZZ Nr. 118 v. 23.2.69, S. 33; FuW v. 15.3.69, S. 4.

wirken"[5]. Jedoch – und dies stellt auch Vontobel fest[6] – bedeutet dies absolut keinen Grund, den missbräuchlichen Insiderhandel zu bagatellisieren.

IV. Problem des Minderheitenschutzes

Schliesslich stellt die Marktmacht der Insider beim Kauf und Verkauf von Wertpapieren auch ein Problem des aktienrechtlichen Minderheitenschutzes dar. Was Eugen Huber in seiner Untersuchung über Kollektivität und Individualität schreibt, bezieht sich auch auf den Missbrauch von Insiderinformationen: "Wer an der Gemeinschaft teilnimmt, der hat auch Anteil an der Macht, die dieser nach der Natur der Sache innewohnt. Und die individuellen Interessen können nun auch durch das Mittel dieser Macht verfolgt werden. So entsteht die Gefahr, dass die Gemeinschaftsgewalt ausgebeutet werde zugunsten von individuellen Interessen ... Es verbirgt sich derart unter der Maske der Tätigkeit für die Gemeinschaft das unlautere Bestreben, damit den eigenen Nutzen zu fördern. Das ist von ganz symptomatischer Bedeutung ... Das Uebel durchzieht das ganze Verhältnis des Einzelnen zur Gemeinschaft und bedroht den Redlichsten mit Versuchung"[7]. Die Geschäftsleitung einer Gesellschaft besitzt nicht nur in der Hauptversammlung, wo es um die Geltendmachung der Mitgliedschaftsrechte geht, mehr Macht als die freien Aktionäre, sondern dank ihrem Wissensvorsprung auch am Aktienmarkt[8]. Die Min-

---

5 Vontobel Hans, Insider-Missbräuche im Börsenhandel, SHZ Nr. 40a v. 4.19.74, S. 9.

6 Vontobel Hans, Kann man Insider-Spekulationen verhindern?, SHZ Nr. 46 v. 15.11.73, S. 9

7 Huber Eugen, Recht und Rechtverwirklichung, Basel 1925, S. 122 f. Vgl. auch Beer M., Der Minderheitenschutz im Aktienrecht, Bern 1944, S. 2 f.

8 Vgl. von Falkenhausen B., Minderheitenschutz und Aktienhandel, AG Nr. 8/1972, S. 237.

derheit verdient auch in dieser Beziehung den Schutz des Gesetzgebers[9].

V. Gegenargumente

In den Vereinigten Staaten hat sich vor allem Manne[10] als Verfechter für uneingeschränkten Insider-Handel hervorgetan. Nach ihm sind Insider-Geschäfte nicht verwerflich, sondern sogar nützlich. Zwei Argumente seiner These wollen wir im folgenden kurz besprechen.

1. Pioniergewinne für Insider

Nach Manne vermag in der heutigen Entwicklungsstufe des Kapitalismus, die von den modernen "eigentümerlosen" und "unternehmerlosen" Grossunternehmen gekennzeichnet ist, als einziger der "Schumpeter'sche Unternehmer"[11], den Manne scharf von den Managern absetzt, das System vor Abstieg und Untergang zu bewahren; vorausgesetzt, dass dieser Unternehmertypus durch die Chance des Pioniergewinns zu einer gesamtwirtschaftlich unentbehrlichen Leistung angespornt wird. Weiter führt Manne[12] aus, dass sich dieser Pioniergewinn in Grossunternehmen nur dadurch in Aussicht stellen lasse, dass Insidertransaktionen – und das heisst nach ihm die Ausnutzung der Pionierleistung, ehe sie an der Bör-

---

9 Stockmann Heinrich, Zum Problem der Gleichbehandlung der Aktionäre, Lebendiges Aktienrecht, Festschr. Bürgi, Zürich 1971, S. 403, glaubt, mit der Verankerung des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes im Gesetze (expressis verbis) die durch Insider-Vorfälle benachteiligte Aktionärsgruppe zu schützen.

10 Manne Henry, Insider Trading and the Stock Market, New York 1966, S. 110 f.

11 Unter diesem Begriff versteht man diejenigen Wirtschaftssubjekte, deren Funktion die Durchsetzung neuer Kombinationen ist und die dabei das aktive Element sind. Vgl. Schumpeter Joseph, Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 5. Auflage, Berlin 1952, S. 111.

12 Manne, a.a.O., S. 110 f.

se bekannt wird und ihr Wert in höheren Effektenkursen allen Aktionären zufliesst – von der Rechtsordnung nicht in Frage gestellt werden[13].

Diese Argumentation ist nicht haltbar: erstens dürfte die Anzahl derjenigen Unternehmer, die wirklich Pioniergewinne verdienten, sehr klein sein. Allen übrigen Insidern – und das ist bestimmt die überwiegende Mehrheit – kann man keinen solchen Gewinn zubilligen. "Man denke nur an Personen, deren Namen – gegen eine entsprechende Tantième – die Liste des Verwaltungsrates zieren, die aber mit der tatsächlichen Leistung des Unternehmens oft nicht das geringste zu tun haben"[14]. Zudem gibt es mannigfache andere Möglichkeiten, unternehmerische Leistungen zu honorieren: Gewinnbeteiligungen, Gratifikationen, Beförderung oder Festigung der Position etc. All diese Belohnungen gehen nicht zu Lasten einzelner Outsider, sondern werden von allen Aktionären gemeinsam getragen[15]. Zweitens kommt diese These nur zum Tragen, wenn es sich um positive Veränderungen innerhalb einer Gesellschaft handelt, die immer zu Insider-Käufen führen[16]. Wohl kaum einer möchte einem Insider, der sich bei einem bevorstehenden Konkurs seines Unternehmens noch schnell seiner Papiere entledigt, Extragewinne zukommen lassen[17].

---

13 Hopt-Will, S. 39 f.

14 Klainguti, S. 140.

15 Vgl. auch Klainguti, S. 51 f.

16 Nach Hopt/Will, S. 40 f., versagt Manne's Argumentation selbst bei kurssteigenden Ereignissen. Das Entstehen von Pioniergewinnen sei keineswegs vorhersehbar und berechenbar, auch gäbe es keine Garantie dafür. Deshalb glauben Hopt/Will nicht an eine anspornende Wirkung bei positiven Ereignissen.

17 In der Schweiz ist es Herschsohn, H., Zum Handel mit Aktien seitens Mitglieder der Verwaltung, SAG 1972, S. 184, der dem Insider als aktiv treibende Kraft einen gewissen "Spielraum zur Erzielung persönlicher Gewinne" belassen will. Seine Begründung allerdings ist andersartig. Herschsohn befürchtet, dass durch eine gesetzliche Beschränkung des Insiderhandels eine "Auswanderungsgefahr von Spitzenpersonal" entstehen könne. Man muss sich aber fragen, wo im Ausland der Insider bessere Gewinnaussichten suchen will, ist doch die Schweiz eines der letzten industriealisierten Länder, welches noch keine spezifische Insiderregelung besitzt.

2. Stabilisierung der Kurse durch Insider-Geschäfte

Grosse Kursschwankungen an der Börse sind wirtschaftlich gesehen unerwünscht[18]. Die Insider sind nach Manne in der Lage, eine ausgleichende Wirkung auf die Preisentwicklung von Wertpapieren auszuüben. Durch Insider-Geschäfte werden die Kurse nach und nach angeglichen und stabilisiert, so dass bei der Veröffentlichung wichtiger Informationen abrupte Preisveränderungen verhindert werden. Dies mag in einzelnen Fällen durchaus zutreffen. Wie aber verschiedene Beispiele aus den Vereinigten Staaten und auch aus der Schweiz zeigen, kommt es oft trotz, oder eben gerade wegen, Insidertransaktionen zu sehr grossen Kursausschlägen.

Ausserdem muss man sich auch hier fragen, ob das wirtschaftlich erstrebenswerte Ziel der Kursstabilisierung die hohen Verluste seitens einzelner Outsider rechtfertige.

Die negativen Auswirkungen des Insider-Handels überwiegen im gesamten gesehen die Argumente Manne's. Der Kapitalmarkt ist und bleibt gefährdet, solange die Erhaltung und Sicherung der Funktionsfähigkeit der Wertpapierbörsen, welche innerhalb des marktwirtschaftlichen Systems eine unabdingbare Voraussetzung, sowohl für die effiziente Allokation der Ersparnisse breiter Bevölkerungsschichten, als auch für die notwendige Bereitstellung von Risikokapital bei den Aktiengesellschaften darstellt, durch Insider-Geschäfte gestört wird[19].

---

18 Vgl. Schmidt H., Börsenorganisation zum Schutz der Anleger, Tübingen 1970, S. 54 ff.

19 Pfisterer Uwe, Machtmissbrauch im Wertpapierhandel durch Insider, Tübingen 1976, S. 115.

§ 8 DIE INSIDER IN DER SCHWEIZERISCHEN LITERATUR

1. Vorbemerkung

Das beschränkte öffentliche Interesse an der Insider-Problematik in den schweizerischen Wirtschaftskreisen findet auch seinen Ausdruck in der Rechtsliteratur. Für diese relative Indifferenz gibt es verschiedene Gründe. Die einen mögen glauben, dass sich der Aufwand wegen der geringen Häufigkeit von Insiderfällen in der Schweiz nicht lohne. Besorgte Berufsleute fürchten den Widerstand der einflussreichen Wirtschaftskreise. Denn die öffentliche Auseinandersetzung und Kritik am Insider-Problem ist auch geeignet, einen gewissen Uebelstand im Effektenhandel aufzuzeichnen. Ein weiterer Grund dürfte in der Resignation zu erblicken sein. Es gibt auch Stimmen, welche auf die beschränkten Möglichkeiten hinweisen, die Insider-Missbräuche wirksam zu bekämpfen. Es nütze nichts, sich über Rechtsprobleme Gedanken zu machen, die man, wie ausländische Bemühungen zeigen, nicht lösen könne. Wieder andere sind der Meinung, dass es deshalb nicht notwendig sei, sich mit einer Insider-Regelung zu befassen, weil die gesetzlichen Grundlagen ausreichten, delinquierende Insider zur Rechenschaft zu ziehen. Die vor einigen Jahren vor allem unter Verwaltungsratsmitgliedern verbreitete Ansicht, Insiderhandel sei ein absolut legales Mittel, um sich zusätzliche Tantiemen zu verschaffen, scheint heute nicht mehr zu herrschen[1].

Welcher Art die Argumente auch sein mögen, auf jeden Fall tragen sie dazu bei, dass sich immer noch gewisse Leute, die nur dank ihrer wirtschaftlichen Position besser informiert sind, durch den Missbrauch ihres Privilegs auf Kosten von Outsidern bereichern.

---

1 Vgl. Klainguti, S. 48 und 10.

2. Meinungen schweizerischer Autoren

Umso beachtlicher ist es, dass es trotzdem Juristen gibt, die sich diesem Problemkreis angenommen haben. Zu erwähnen ist da der Zürcher Peter Forstmoser, der sich in seiner Schrift "Effektenhandel durch Insider"[2] energisch für die Schaffung eines Straftatbestandes einsetzt. Forstmoser sieht in der Behandlung des Insidermissbrauches als Delikt ein wirksames Vorbeugungsmittel. Denn dann würden die zwei Ziele, das Unrechtbewusstsein zu fördern und abschreckend zu wirken, am besten erfüllt[3].

Als Präsident des zürcherischen Börsenvereins hat sich auch Hans Vontobel, Zürich, mehrmals mit den Insiderspekulationen auseinandergesetzt[4]. Nur zu oft musste er an der Börse den vorerst unerklärlich scheinenden Kursbewegungen tatenlos zusehen[5].

Im Gegensatz zu Forstmoser befürwortet Vontobel eine Lösung auf freiwilliger Basis in Form eines Gentlemen Agreements. Ein solches entspreche "der schweizerischen Tradition, staatliche Interventionen nur zu bemühen, wenn die freiwillige Kooperation scheitert"[6].

In seinem Beitrag "Zum Handel mit Aktien seitens Mitglieder der Verwaltung"[7] behandelt Herschsohn insbesondere den zivilrechtlichen Aspekt

---

2 Erschienen Zürich 1974; eine stark ergänzte Fassung eines Vortrages, gehalten am 19.11.73 vor dem Bernischen Juristenverein.

3 Forstmoser in SAG 1973, S. 150.

4 SHZ v. 15.11.73, S. 9: Kann man Insider-Spekulationen verhindern?; SHZ (Bankiersondernummer) v. 4.10.74, S. 9: Insider-Missbräuche im Börsenhandel.

5 Allerdings erklärte H. Vontobel dem Verfasser in einem Gespräch, dass er einige Male durch rechtzeitige, jedoch rein moralische Ermahnungen an die Verantwortlichen von Gesellschaften, unliebsame Spekulationen habe vermeiden oder doch auf ein erträgliches Mass habe reduzieren können.

6 SHZ Nr. 40a v. 4.10.74, S. 9.

7 In SAG Nr. 8/9 1972, S. 173 ff.

des Insider-Problems. Er untersuchte darin vor allem den praktischen Schutz zur Wiedergutmachung des durch das Börsenpublikum erlittenen Verlustes. Herschsohn stellt dabei fest, dass die Normen des Obligationenrechts keinen ausreichenden Schutz gewähren. Als Lösung sieht er nicht die amerikanische Regelung, da diese nicht auf die schweizerischen Verhältnisse zugeschnitten sei, sondern eine vermehrte Publizität im Aktienrecht, etwa durch Einschaltung eines oder mehrerer Beobachter in die Verwaltung[8,9].

3. Gesetzgeberischer Vorstoss

Einen bedeutenden Schritt in Richtung Bekämpfung des missbräuchlichen Insiderhandels hat der Zürcher Kantonsrat Hans Georg Lüchinger mit seiner im Kantonsparlament am 8.3.1974 eingereichten Motion vollzogen. Diese hat folgenden Wortlaut:

"Im börslichen und ausserbörslichen Aktienhandel haben sich in den letzten Jahren verschiedene Fälle ereignet, bei denen mindestens der schwere Verdacht besteht, wonach vertrauliche, nicht allgemein zugängliche Informationen über unternehmensinterne Vorgänge von Angehörigen bestimmter Unternehmen ausgenützt wurden, um sich auf Kosten der Publikumsaktionäre ungerechtfertigte Vorteile zu verschaffen. Diese sogenannten Insiderfälle sind – auch von Seiten von Banken – wiederholt kritisiert worden. Im Gegensatz zu verschiedenen ausländischen Staaten fehlt in der Schweiz ein spezifisches Insiderrecht. Für Zürich als dem wichtigsten Börsenplatz der Schweiz besteht die Verpflichtung, Insider-Missbräuchen aktiv entgegenzutreten. Ich ersuche daher den Regierungsrat, dem Kantonsrat Bericht und Antrag darüber zu erstatten, durch

---

8 Herschsohn, a.a.O., S. 184-186.

9 Nach Fertigstellung der vorliegenden Arbeit ist in der Reihe Zürcher Studien zum Strafrecht, Heft 2, 1978, die Dissertation von Kramis Otto, Insiderhandel in Effekten (eine schweiz. Lösung) erschienen.

welche freiwilligen, kantonalen oder eidgenössischen Normen die Erzielung ungerechtfertigter Gewinne durch Ausnützung vertraulicher Insider-Informationen im Effektenhandel in Zukunft verhindert werden kann und soll"[10].

Es bleibt jetzt abzuwarten, ob der Regierungsrat dem Begehren des Motionärs zur Einsetzung einer Expertenkommission entspricht[11]. Es ist dies das erste Mal, dass das brisante Problem auf politischer Ebene zur Sprache kommt.

---

10 Der "Landbote" Nr. 56 v. 9.3.1974.

11 Vgl. SHZ v. 14.3.1974, S. 9. In der Zwischenzeit hat der Regierungsrat dem Begehren stattgegeben und bereits einen Bericht und Antrag an den Kantonsrat gestellt. Vgl. hinten § 16 n. 6.

§ 9 DIE EINZELNEN SACHVERHALTSELEMENTE DES INSIDERHANDELS

I. Vorbemerkung

Wir haben oben gesehen, dass sich Insiderfälle fast an allen Börsenplätzen der westlichen Welt ereignen. Im weiteren haben wir gezeigt, wann und wie solche Transaktionen getätigt werden, und welch schädliche Wirkungen sie zeitigen können. Im Folgenden soll nun noch untersucht werden, ob auf Grund der bekannten Tatsachen eine Definition des Insiderhandels formuliert werden könne, und welches die Bestandteile einer solchen Begriffsbestimmung sind. Wir wollen uns zunächst mit einer vorläufigen Definition begnügen: Von Insider-Handel spricht man, wenn Personen, unter Ausnutzung von öffentlich nicht oder noch nicht zugänglichen Informationen, die auf die Bewertung von Aktien und anderen im Handel befindlichen Wertpapieren von Einfluss sein können, zum eigenen oder zum Vorteil Dritter Geschäfte in solchen Wertpapieren abschliessen oder abschliessen lassen[1].

II. Die einzelnen Sachverhaltselemente

1. Die Insider

Wer als Insider im Einzelfall zu betrachten ist, stellt eine der schwierigsten Kernfrage in der ganzen Insiderproblematik dar. Es drängt sich eine Unterteilung in zwei Hauptgruppen auf:

a) Interne Insider: Personen, die besonders nah an den Informationen sind, d.h. alle, die eine Funktion in der Gesellschaft ausüben, bzw. im Unternehmen tätig sind – die unternehmensnahen Personen.

---

1 Vgl. Hopt-Will, S. 165.

Dazu kann man auch die Grossaktionäre zählen, die, obwohl in der Regel nicht angestellt, eine faktische Funktion in der Gesellschaft besitzen.

b) Externe Insider: Personen, die sonstwie in irgendeiner Beziehung zur Gesellschaft stehen – die unternehmensfernen Personen[2].

Es kann auch vorkommen, dass Insider (interne oder externe) sich scheuen, die Vorausinformation selbst auszunützen, oder dass sie uneigennützig andere Personen am grossen "Coup" teilhaben lassen möchten. Sie geben in der Folge den heissen Tip weiter an Freunde (= Tipempfänger) oder lassen die Ehefrau oder die Kinder die entsprechenden Transaktionen tätigen. Auch solche sogenannte Tipgeber fallen unter den Begriff des Insiders.

a) Die internen Insider

aa) Organe

Diese Gruppe stellt wohl das grösste Kontingent von Insidern, kann man darunter doch die Spitzenorgane einer Gesellschaft einreihen, allen voran die Direktoren, die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Kontrollstelle. Da die Organe die wichtigsten Entscheidungen zu treffen haben, steht ihnen das Recht und die Pflicht zu, optimal informiert zu sein. Wer am besten über eine Gesellschaft unterrichtet ist, hat auch die grössten Chancen, ihre wirtschaftliche Entwicklung und damit die Entwicklung ihrer Aktienkurse vorauszusehen[3]. Da die Qualität einer Mitteilung am materiellen Gehalt und an der Aktualität gemessen wird, sind beim Aktienhandel diejenigen im Vorteil, die sich über das betreffende Unternehmen gründlicher und schneller informieren können[4].

---

2 Vgl. Bonal, S. 62; Hopt-Will, S. 32.

3 Vgl. von Falkenhausen, Minderheitenschutz im Aktienhandel, AG 1972, S. 237.

4 Vgl. Bruns, Das Gespenst der Insider-Information, Zfk 1969, S. 882.

Die Mitglieder der Kontrollstelle haben allerdings in der Praxis weniger Gelegenheit, ihre Insiderinformationen zu missbrauchen, da sie ihre Funktion nur periodisch ausüben.

bb) Grossaktionäre

Zum Kreis der internen Insider kann man ferner jene Aktionäre zählen, die eine Mehrheit von Papieren besitzen. Sie sind imstande, ohne als Organ zu fungieren, die Geschicke einer Gesellschaft zu beeinflussen.

cc) Arbeitnehmer

Schliesslich können auch noch die Arbeitnehmer als Insider in Frage kommen. Unter diesen sind es vor allem diejenigen in Kaderpositionen: Ingenieure, Techniker, aber auch leitende Angestellte des verwaltungstechnischen Bereichs wie Juristen, Wirtschaftswissenschafter etc., die Einblick in die den Wert der Aktien beeinflussenden Vorgänge geniessen können. Zu erwähnen wäre etwa der Ingenieur, der an einem Patent arbeitet.

Aber selbst Arbeitnehmer in untergeordneter Stellung können manchmal in der Lage sein, direkt oder indirekt wichtige, noch unveröffentlichte Informationen zu erfahren. Zu denken wäre an Sekretärinnen, Drucker, Boten etc. Ob diese Gruppe von Insidern allerdings über die nötigen finanziellen Mittel verfügt, um grössere Transaktionen durchzuführen, bildet eine andere Frage.

b) Die externen Insider

Unter den Personen, die die Insiderinformationen ausserhalb der Gesellschaft beziehen, sind zu unterscheiden: Zwischen denjenigen, deren Verhältnis zur Gesellschaft auf Privatrecht beruht (aa), und solchen, die

Kraft öffentlichen Rechts Einblick in interne Gesellschaftsangelegenheiten besitzen (bb).

Missbräuche von externen Insidern sind aber im grossen und ganzen selten anzutreffen, da der Zugang zu den Informationen meist gering ist, und solche auch auf Grund der vertraglichen Bindung weitgehend ausgeschlossen sind.

aa) Zu der Gruppe der privaten Personen zählen wir diejenigen, welche mit einer Gesellschaft durch Vertrag verbunden sind: Advokaten, Notare, Bankiers, Geschäftspartner etc. Diese können als Vertrauensleute der Gesellschaft während der Ausübung ihrer Tätigkeit wichtige Tatsachen anvertraut erhalten oder wahrnehmen.
Ebenfalls unter diese Gruppe fallen die Banken, Treuhandbüros und dergleichen, die meist im Zusammenhang mit Fusionen und Uebernahmeplänen beigezogen werden. Oft haben diese inbezug auf die Informationsnähe fast interne Insiderstellung.

bb) Die Möglichkeiten, nach denen Personen auf Grund des öffentlichen Rechts Insiderinformationen erhalten und im Anschluss daran missbrauchen können, sind zwar vielfältig. Praktisch sind sie jedoch selten. In Frage kommen: Mitglieder der öffentlichen Verwaltungen, der Straf-, Zivil-, Verwaltungs- und vor allem der Handelsgerichte, der Banken- oder Kartellkommissionen, und nicht zuletzt der Börsenkommissionen. Die Versuchung, eventuell erlangte Vorausinformationen zu verwerten, ist aber wegen des Amtsgeheimnisses und der ethischen Einstellung sehr klein.

2. Die Insiderinformation

Unter diesem Abschnitt wollen wir versuchen, den Begriff der Insiderinformation zu erfassen. Die Schwierigkeiten, die sich dabei ergeben, sind etwas geringer als bei der Definition der Insider; doch gelingt auch

hier kaum eine eindeutige Umschreibung. Wie ausländische Erfahrungen in Insidersachen lehren, stellen diese Begriffe grosse Anforderungen an die Kreise, die sich mit dem Insiderproblem auseinanderzusetzen haben.

Bei der generellen Darstellung des Begriffs "Insiderhandel" wurde darauf hingewiesen, dass es sich um unveröffentlichte Informationen handelt, und dass diese kursbeeinflussende Eigenschaften enthalten. Damit sind bereits die beiden entscheidenden Kriterien der Insiderinformation genannt.

a) Die Kursbeeinflussung

Die Informationen, die ein Insider für seine Transaktionen gebrauchen will, müssen notwendigerweise einen Wert aufweisen. Man kann erst von Insiderwissen sprechen, wenn die sich darauf beziehenden Tatsachen Faktoren enthalten, die geeignet sind, die Kursgestaltung, d.h. den Kurs der Papiere (Aktien, Obligationen), positiv oder negativ zu beeinflussen. Solche Tatsachen können sowohl gut als auch schlecht sein. Als wichtigste Anwendungsfälle kommen in Betracht: bevorstehende Dividendenerhöhungen, Kapitalerhöhungen[5], Uebernahmeverhandlungen, Fusionen; oder anderseits Dividendenkürzungen, schlechte Geschäftsabschlüsse, Geschäftsverluste, Untergang oder Beschädigung von hohen Investitionsgütern, Verrat von Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnissen an Konkurrenten, nationale oder internationale Kontrollorgane[6], Kapitalherabsetzungen etc.[7]. Die Nachrichten können auch von ausserhalb der Gesellschaft stammen,

---

5 Vgl. Schulz Harald, Einfluss von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln auf die Entwicklung der Aktienkurse, Diss. Göttingen 1972, der eine umfangreiche empirische Untersuchung inbezug auf Insider-, Publizitäts- und Splittingseffekten in der deutschen Brauereibranche durchgeführt hat.

6 Ein solches Beispiel ereignete sich im Jahre 1975 in der Schweiz: Ein Angestellter der Firma Hoffmann-La Roche Basel, Adams, verriet Geschäftsgeheimnisse an die EG in Brüssel.

7 Vgl. Schwark E., Insidergeschäfte auf dem Wertpapiermarkt, in Der Betrieb, S. 1606; Wanner H., Die am Aktienmarkt herrschenden Kräfte und ihr Einfluss auf die Kursgestaltung, Diss. München 1956.

z. B.: staatliche Interventionen auf dem Gebiete der Privatwirtschaft oder aus dem privaten Bereich, Kostenerhöhungen bei Rohmaterialien etc. Die Frage, wann eine Information kursbeeinflussend ist, kann man nur im Einzelfall entscheiden.

b) Der Geheimcharakter

Der Vorteil des Insiders besteht darin, dass er über Informationen verfügt, die noch nicht an die Oeffentlichkeit, d. h. vor allem nicht an das Anlagepublikum gelangt sind. Er macht also seinen Profit nur dank seinem Informationsvorsprung gegenüber den Outsidern.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, wann eine Information als allgemein zugänglich zu betrachten ist. Durch Veröffentlichung in Radio und Fernsehen oder in der Presse? Oder, wie etwa in den USA durch Erscheinen am Dow-Jones-Broad-Tape?[8] Die unterschiedlichen Lösungen in den einzelnen ausländischen Insidergesetzgebungen zeigen, dass diese Frage ein Kernproblem darstellt.

3. Insiderpapiere

Als typische Insiderpapiere stehen Aktien im Vordergrund der Betrachtungsweise. Ob sie kotiert sind, also an der Börse gehandelt werden oder nicht, spielt für die Insideroperation keine Rolle. In beiden Fällen ist Insiderhandel möglich. Ferner können auch Obligationen Gegenstand von Insidermissbräuchen sein, wie das aus dem Jahre 1971 stammende Beispiel der Schweizerischen Bankgesellschaft zeigt[9]. Allerdings ist bei

---

8 Vgl. vorne S. 15.

9 Unmittelbar vor Bekanntgabe (am 19. 2. 1971) eines günstigen Konversionsangebots für eine Obligationenanleihe der Schweizerischen Bankgesellschaft wurden Beträge von 30 oder mehr Millionen Franken gehandelt; die Titel – zu pari ausgegeben – gingen nun mit 103 bis 104 Prozent um. Demnach dürften die Insidergewinne insgesamt gut eine Million Franken betragen haben. Vgl. dazu auch Hopt-Will, S. 14 und Forstmoser, S. 134.

dieser Art von Wertpapieren die Spekulationsgefahr wesentlich kleiner, da diese langfristig angelegt sind, und deshalb meist weniger Preisschwankungen unterworfen sind.

4. Insideroperationen

Die Insider haben grundsätzlich zwei Möglichkeiten, ihre privilegierten Informationen auszunützen: durch Kauf oder Verkauf von Wertpapieren.

a) Insiderkauf

Die Papiere, die der Insider zu kaufen beabsichtigt, besitzen einen höheren Wert, als der objektive Verkaufspreis (Börsenkurs) angibt, oder als dem Insider offeriert worden ist. Im Gegensatz zum Verkäufer weiss der Insider dank seinem Informationsvorsprung von dieser Höherbewertung, und, ohne seinen Gegenkontrahenten aufzuklären, kann er sich den wirklichen oder potentiellen Mehrwert verschaffen.
Beispiel: Im Verwaltungsrat der Firma X AG wird eine Dividendenerhöhung besprochen und darauf hin auch beschlossen, diese der Generalversammlung vorzuschlagen. Verwaltungsratsmitglied A gibt nach dieser Sitzung seiner Bank Ordre, Aktien der Firma X AG zu kaufen. Anderntags geht die Meldung von der Dividendenerhöhung durch Presse an die Oeffentlichkeit. Die Börse reagiert positiv, die Kurse steigen. A kann wieder verkaufen und den Profit, der aus der Differenz des alten und des neuen Kurses resultiert, einstecken.

b) Insiderverkauf

Ein Insider besitzt Papiere, von denen er dank seiner Stellung weiss, dass sie einen niedereren Wert als der Börsenkurs aufweisen oder als der Preis, der ihm dafür angeboten wird. Ohne seinen Gegenkontrahenten aufzuklären, stösst er die Papiere ab und vermeidet dadurch einen

Verlust. Nicht immer bringen allerdings seine Operationen den gewünschten Erfolg.

Beispiel: Eine Gesellschaft, die sich auf Computerleasing spezialisiert hatte, war für die Reparatur und Wartung der vermieteten Geräte auf eine andere Gesellschaft angewiesen. Diese mit den Servicearbeiten betraute Firma erhöhte eines Tages die Preise sprunghaft. Darauf fiel der Nettoertrag der Leasing-Gesellschaft innerhalb eines Monates um 75%. Als die Oeffentlichkeit von diesem Gewinnrückgang erfuhr, sank der Kurs der Aktie von 28 auf 22 Dollars. Bevor aber das Börsenpublikum orientiert wurde, stiessen eine Reihe von Direktoren und Mitglieder des Verwaltungsrates ihre Aktien zum Kurs von 28 Dollars ab und schoben damit einen Verlust von nahezu einer Million Dollars auf die Schultern Ahnungsloser[10].

---

10 Dieser Fall (Diamond v. Oreamuno) stammt aus der amerikanischen Gerichtspraxis. Vgl. auch Hopt-Will, S. 31.

2. Kapitel:

INSIDER-HANDEL ALS STRAFTATBESTAND

§ 10 INSIDER-MISSBRAUCH ALS WIRTSCHAFTSDELIKT

Insider-Missbräuche im Sinne unserer Darstellung gelten heute allgemein als Wirtschaftsdelikte[1]. Es existieren verschiedene Auffassungen und auch Definitionen vom Begriff der Wirtschaftsdelikte. Nach Rimann[2] gelten als Wirtschaftsdelikte diejenigen Straftaten, "die unter Ausnutzung des wirtschaftlichen oder sozialen Ansehens durch Missbrauch von Formen und Gestaltungsmöglichkeiten des geltenden Rechts oder durch Missbrauch der im Wirtschaftsleben auf erhöhtem Vertrauen beruhenden Gepflogenheiten und Usancen begangen werden und die nach Tatausführung und -auswirkung geeignet sind, auch über die Schädigung von Einzelinteressen hinaus das Wirtschaftsleben oder die Wirtschaftsordnung zu stören oder zu gefährden".

Schultz[3] dagegen verwahrt sich vor einer Definition. Er hebt nur zwei "scheinbar banal" tönende Eigenschaften der Wirtschaftsstraftaten hervor: 1. Die Verfolgungen sind umfangreich. 2. Die Abklärung von solchen Delikten verlangt in verschiedener Hinsicht besondere Kenntnisse "welche dem Beamten der Strafverfolgung in der Regel abgehen und die er sich nicht noch rasch nebenher aneignen kann"[4]. Schultz fordert deshalb auch zum Zweck der erfolgreichen Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität die

---

1 Man nennt diese Art von Delikten auch "White-collar- oder Kavaliersdelikte. Sutherland Edwin H., White-Collar Criminality, Am. Soc. Rev. V 1940, 1.

2 Rimann Bernhard, Wirtschaftskriminalität, Die Untersuchung bei Wirtschaftsdelikten (nach zürcherischem Recht), Zürich 1973, S. 47 f.

3 Schultz Hans, Allgemeine Aspekte der Wirtschaftskriminalität, Kriminalistisches Institut des Kantons Zürich, Wintersemester 1970/71, S. 12 ff.

4 Schultz, a.a.O., S. 14.

"Schaffung von besonderen Gruppen von Untersuchungsbeamten, welche für derartige Verfahren eigens geschult sind, und zwar in Bezug auf die tatsächlichen Ermittlungen wie auf die rechtliche Beurteilung"[5].

Bei der Behandlung des Insider-Missbrauchs als Straftatbestand in der vorliegenden Arbeit soll es jedoch einzig um die materiell-rechtliche Beurteilung des Insidersachverhalts gehen und nicht um Probleme der Strafverfolgung. Die Einstufung als Wirtschaftsdelikt ist denn auch de lege lata nicht von allzu grosser Bedeutung. Höchstens im Hinblick auf eine zukünftige Gesetzgebung auf dem Gebiete des Wirtschaftsstrafrechts rechtfertigt sich eine derartige Einteilung[6].

Eine besondere Schwierigkeit bei den folgenden Ausführungen ergibt sich insofern, dass wir uns nicht auf exakte oder bewiesene Sachverhalte stützen können, sondern immer nur auf Vermutungen angewiesen sind[7]. Es bleibt uns bloss die Möglichkeit einer mehr oder weniger theoretischen Beurteilung, was aber bei Ausschöpfung des Themas zu endlosen Abhandlungen führen kann. Wir werden deshalb im Folgenden immer – wenn nichts Besonderes gesagt – vom, nach ausländischen Erfahrungen typischen Insiderfall ausgehen, wo Mitglieder der Geschäftsführung oder -leitung ihren Informationsvorsprung ausnützen.

Wie die meisten Wirtschaftsdelikte richtet sich auch der missbräuchliche Insiderhandel gegen fremde Vermögensinteressen. Daneben wird aber auch noch ein anderes Rechtsgut verletzt: das Recht auf wirtschaftliche Geheimsphäre. Bei dieser scheinbar sekundären Rechtsgüterverletzung werden wir unsere Untersuchung ansetzen. Bald einmal muss man näm-

---

5 Schultz, a.a.O., S. 23 f.; gleicher Meinung auch: Knecht Heinz, Erfahrungen bei der Untersuchung von Wirtschaftsdelikten, ZStrR 85 (1969), S. 357.

6 Schultz, a.a.O., S. 33: "Einzig als besondere Aufgabe der Strafverfolgung und der Kriminaltaktik ist es gerechtfertigt, bestimmte Fälle der Vermögensdelikte herauszuheben und besonders zu behandeln."

7 Insider-Missbräuche sind z.B. in der Schweiz noch nie gerichtlich beurteilt worden.

lich feststellen, dass eine derartige Subsumtion ein nicht zu unterschätzender Rechtsbehelf darstellt, um den Insidermissbrauch überhaupt als strafbare Handlung im Sinne unseres Strafgesetzes zu erfassen.

§ 11 INSIDER-MISSBRAUCH ALS GEHEIMNISVERLETZUNG

Bei der Behandlung der Elemente des Sachverhalts haben wir festgestellt, dass zu den charakteristischen Merkmalen des Insider-Missbrauches eine Tatsache gehört, die vorderhand geheim sein muss, also ein Geheimnis. Der Gedanke liegt nahe, die strafrechtliche Würdigung unseres Themas unter dem Aspekt der Geheimnisverletzung zu beginnen.

Unser Strafgesetzbuch kennt verschiedene Tatbestände, die sich gegen die Verletzung der Geheimsphäre richten: Art. 162, Verletzung des Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnisses; Art. 179, Verletzung des Schriftgeheimnisses; Art. 320, Verletzung des Amtsgeheimnisses; Art. 321, Verletzung des Berufsgeheimnisses.

Im weiteren enthalten auch verschiedene Nebengesetze entsprechende Strafbestimmungen: Im Bundesgesetz über Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 (in neuer Fassung gemäss BG vom 11. März 1971, in Kraft seit 1. Juli 1971) wird in Art. 47 das Bankgeheimnis geschützt. Das Bundesgesetz über den unlauteren Wettbewerb vom 30. September 1943 regelt in den Art. 13f u. g Verletzungen von Fabrikations- und Geschäftsgeheimnissen.

Für unsere Erörterungen können wir die Art. 179 und 320 StGB ausser Betracht lassen, da es sich bei unserem Problem in der Regel weder um Schriften und Sendungen[1], noch um Amtspersonen[2] handelt.

Bevor wir die einzelnen Straftatbestände im allgemeinen und unter dem Gesichtspunkt des Insider-Missbrauches untersuchen, scheint es mir unerlässlich, die diversen Begriffsmerkmale des Geheimnisses, vor allem des Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisses, in unserer Rechtsordnung

---

1 Vgl. Schwander Vital, Das Schweizerische Strafgesetzbuch, Zürich 1969, S. 398, Nr. 621.

2 Amtspersonen können zwar auch als Insider auftreten, z.B. Steuerbeamte, Konkursbeamte etc.; jedoch eher selten im Aktienhandel, weshalb wir diese Gruppe ausklammern.

darzulegen. In einem weiteren Abschnitt ist noch zu prüfen, ob die Insider-Information überhaupt als rechtlich relevantes Geheimnis eingestuft werden kann.

I. Geheimnisbegriff

"Nach allgemeinem Sprachgebrauch bedeutet Geheimnis ganz einfach das Nichtkennen oder das Nichtwahrnehmenkönnen von irgend etwas. Diese Begriffsumschreibung ist für die Rechtsordnung zu unbestimmt und daher nicht brauchbar"[3]. Nach Overbeck[4] gibt es absolute und relative Geheimnisse. Die absoluten Geheimnisse sind keinem Menschen bekannt (z.B. Naturgeheimnisse). Diese sind rechtlich nicht von Bedeutung. Sie brauchen keinen Schutz, da sie gar nicht verletzt werden können. Die relativen Geheimnisse dagegen existieren nicht für alle Menschen, sondern nur für einzelne oder gar nur für einen einzigen. Nur solche Geheimnisse haben Eingang gefunden in die Rechtsordnung[5].

Eine Legaldefinition des Geheimnisses fehlt sowohl im Zivil- wie im Strafrecht. Diese Tatsache beweist, dass es sich um einen äusserst elastischen und kaum abgrenzbaren Begriff handelt[6].

Doktrin und Rechtsprechung haben die wesentlichen Merkmale im Laufe der Zeit erarbeitet.

---

3 Treadwell Robert, Der Schutz von Fabrikations- und Geschäftsgeheimnissen im schweizerischen Wettbewerbsrecht, Diss., Zürich 1956, S. 12.

4 Von Overbeck, ZSR NF Bd. 43, S. 1a.

5 Vgl. Riggenbach Dieter, Wirtschaftlicher Nachrichtendienst, Diss. Basel, S. 45.

6 Vgl. Treadwell, a.a.O., S. 10; Lüscher Martin, Das schweizerische Bankgeheimnis in strafrechtlicher Sicht, Diss. Zürich 1972, S. 5; Riggenbach, a.a.O., S. 46; Ringier Walter, Der strafrechtliche Schutz der Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisse, Diss. Bern 1923, S. 19.

1. Die Begriffsmerkmale des Geheimnisses

a) Mangel an Offenkundigkeit

Dass man erst von einem Geheimnis sprechen kann, wenn die Kenntnis einer Tatsache nicht offenkundig ist, bedarf wohl keiner Erklärung und ist aus dem allgemeinen Sprachgebrauch heraus selbstverständlich[7]. Dagegen stellt sich die Frage, wann und unter welchen Umständen Offenkundigkeit angenommen werden kann. Nach allgemeiner Ansicht wird ein Geheimnis offenkundig, sobald es "allgemein oder mindestens in den Kreisen der interessierten Personen bekannt oder zugänglich ist, wobei unter Zugänglichkeit die praktische Möglichkeit der Kenntnisnahme mit redlichen Mitteln zu verstehen ist"[8].

Die Anzahl Personen, die Kenntnis von einer Tatsache besitzen, spielt also für den Geheimcharakter keine Rolle, solange es noch Dritte gibt, die nichts davon wissen. Geheimnisträger können Tausende sein (z.B. bei militärischen Geheimnissen) oder aber nur eine Person.

Ferner gilt eine Tatsache erst dann als offenkundig, wenn sie auch wirklich von allen interessierten Personen auf dem normalen Informationsweg erfahren werden kann. Grosse Aktiengesellschaften pflegen z.B. wichtige Beschlüsse des Verwaltungsrates durch Pressecommuniqués zu verbreiten. Solche meist von Anfang an zur Veröffentlichung bestimmte Nachrichten sind solange als nicht offenkundig zu betrachten, bis deren Publikation erfolgt ist.

---

7 Vgl. BGE 64 II 170, 80 IV 27; Treadwall, a.a.O., S. 13.

8 Treadwell, a.a.O., S. 15; ferner auch Seligsohn, Geheimnis und Erfindungsschutz, Berlin 1921, S. 18 und Wachter Alfred, Die Verletzung von Wirtschaftsgeheimnissen im schweiz. Strafrecht, Diss. Bern 1941, S. 25.

b) Geheimhaltungswille und -interesse

Unter den Personen, die in Beziehung zu einem Geheimnis stehen, unterscheidet man zwischen Geheimnisherr, Geheimnisträger (oder Geheimnisdiener[9]) und Dritten. Der Geheimnisherr kann über das Geheimnis verfügen, ähnlich wie ein Eigentümer über seine Sachen[10]. Er entscheidet, ob eine Tatsache geheim bleiben soll oder nicht. Häufig gibt es Personen, die in ein Geheimnis eingeweiht werden, die aber nicht frei darüber verfügen können oder dürfen – weil sie entweder durch Vertrag oder durch Gesetz zur Verschwiegenheit verpflichtet sind. Sie dürfen das Wissen nur im Interesse des Geheimnisherrn gebrauchen. Das sind die Geheimnisträger (z. B. ein Angestellter, eine Bank, ein Anwalt usw.). Schliesslich bleiben noch alle diejenigen, um deren Willen eine Tatsache geheim bleiben soll, gegen die sich die Geheimhaltung richtet: die Dritten.

Ein Geheimnis wird erst dann rechtlich relevant, wenn der Wille des Geheimnisherrn, eine Tatsache andern vorzuenthalten, zum Fehlen der Offenkundigkeit hinzukommt. Dieser sogenannte Geheimhaltungswille kann entweder ausdrücklich bekundet werden oder ist aus den gegebenen Umständen zu folgern. Unter beiden Voraussetzungen muss die Geheimhaltebedürftigkeit erkennbar sein[11]. Gibt es mehrere Geheimnisherren, so muss dieser Wille bei allen vorhanden sein.

Besitzt jemand diesen Geheimhaltungswillen, so heisst das wohl, dass ein subjektives Interesse an der Geheimhaltung besteht. Dieses Interesse allein genügt aber nach heute herrschender Meinung nicht[12], um ein Geheimnis rechtlich zu erfassen, d. h. zu schützen. Dazu gehört vielmehr

---

9 Vgl. Schwander, a. a. O., S. 397.

10 Vgl. Wachter, a. a. O., S. 28 f.; Lüscher, a. a. O., S. 6.

11 Vgl. Ringier, a. a. O., S. 23.

12 Vgl. Lüscher, S. 5; Hug Theodor, Der wirtschaftliche Nachrichtendienst im schweizerischen Recht, Diss. Bern 1961, S. 63; Riggenbach, S. 52; Treadwell, S. 18.

noch ein objektiv berechtigtes Interesse, welches nach allgemeinen Kriterien die Bewahrung des Geheimnisses "als wertvoll und schutzwürdig erscheinen lässt"[13]. In der Literatur war diese Interessentheorie lange Zeit umstritten. Vor allem ging es darum, ob nur das subjektive – das identisch ist mit dem Willen des Geheimnisherrn – oder auch das objektive Geheimhaltungsinteresse neben dem Geheimcharakter als Begriffsmerkmale notwendig seien. Heute ist es unbestritten, dass nur dann ein Geheimnis besteht, wenn beide Interessen gegeben sind. Man kann sich sogar Fälle vorstellen, wo das subjektive Interesse nicht klar zu Tage tritt, das Bedürfnis nach Geheimhaltung jedoch sich aus objektiven Gründen eindeutig ergibt. M. E. liegt auch dann ein schutzwürdiges Geheimnis vor. Folgendes Beispiel soll dies illustrieren: Der Verwaltungsrat einer Aktiengesellschaft beschliesst eine Dividendenerhöhung. Keines der Mitglieder besitzt den effektiven Willen, diese Neuigkeit geheim zu halten. Man einigt sich lediglich, den Beschluss an einer anschliessenden Pressekonferenz zu veröffentlichen. Unmittelbar nach der Sitzung, aber noch vor der Pressemitteilung, benachrichtigt ein Mitglied des Verwaltungsrates seinen Freund, welcher sofort betreffende Aktien an der Börse erwirbt. Die Folgen sind klar. Die Chancengleichheit an der Börse ist verletzt, und der Ruf der Gesellschaft kann infolge des Verhaltens einer Spitzenperson des Unternehmens geschädigt werden: ein objektiv berechtigtes Interesse ist verletzt. Hier ist nämlich die Diskretionspflicht aus objektiven Gründen geboten, auch wenn die Mitglieder des Verwaltungsrates den Willen zur Geheimhaltung bis zur Pressekonferenz nicht hegten.

2. Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisse

Wie schon erwähnt, geniessen nicht alle Arten von Geheimnissen einen rechtlichen Schutz. Eine in unserem Rechtsgefüge wichtige Gruppe bil-

---

13 Treadwell, S. 18.

den die Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisse, welche Gegenstand unserer Erörterungen sind. Das Gesetz nennt die beiden Ausdrücke immer in einem Zuge (so in Art. 162 und 273 StGB und in Art. 13f und g UWG) In rechtlicher Hinsicht sind die zwei Begriffe gleichwertig. Während man unter Fabrikationsgeheimnis "alle einen Fabrikationsvorgang betreffenden ... Tatsachen"[14] (Konstruktion einer Maschine, Zusammensetzung eines Produkts, geheime technische Regeln usw.) versteht, sind Gegenstand des Geschäftsgeheimnisses Bezugsquellen, Kundenkreis, Bankbeziehungen, finanzielle Lage, Fusionsverhandlungen usw.[15].

Im allgemeinen kann man sagen, dass die Fabrikationsgeheimnisse aus dem technischen, die Geschäftsgeheimnisse aus dem kaufmännischen Bereich eines Unternehmens stammen. Wesentlich für die Charakterisierung ist, dass das Geheimnis seinem Betrieb in irgend einer Weise dient[16].

II. Insiderwissen als Geheimnis

Auf Grund der soeben besprochenen Begriffsmerkmale untersuchen wir hier, ob Insiderwissen als rechtlich relevantes Geheimnis verstanden werden kann.

---

14 BGE 80 IV 27.

15 Vgl. Germann O.A., Schweizerisches Strafgesetzbuch, Textausgabe mit kurzen Erläuterungen, Zürich 1966, S. 281; Troller Alois, Kurzlehrbuch des Immaterialgüterrechts, Basel 1973, S. 87; Riggenbach, a.a.O., S. 57.

16 Vgl. Troller, a.a.O., S. 87.

1. Begriffsmerkmale

a) Mangelnde Offenkundigkeit beim Insiderwissen

Insider-Informationen besitzen begriffsnotwendig Geheimcharakter[17]. Es handelt sich dabei immer um Tatsachen, die dem gesamten Anlagepublikum, als dem Kreis der interessierten Personen, noch verschlossen sind. Um Erfolg bei ihren Transaktionen zu erzielen, nützen die Insider die Zeit zwischen der eigenen Kenntnisnahme und der Veröffentlichung der betreffenden Nachrichten. Während dieser Zeitspanne besteht aber für die am Wertpapierhandel beteiligten Personen keine Möglichkeit, mit redlichen Mitteln ebensoviel Wissenswertes in Erfahrung zu bringen. Es fehlt die Offenkundigkeit.

b) Geheimhaltungswille und Geheimhaltungsinteresse

aa) Geheimhaltungswille

Der Wille, eine Tatsache geheim zu halten, muss beim Geheimnisherrn vorhanden sein, d.h. bei demjenigen, der als Eigentümer über das "immaterielle Rechtsgut" verfügungsberechtigt ist[18]. Bei Insider-Informationen kann man die Gesellschaft selbst als Geheimnisherrn betrachten. Eine juristische Person als solche kann aber nicht selber eine bestimmte

---

17 Siehe vorne S. 71.

18 Troller unterscheidet zwischen zwei Kategorien von Geheimnissen: 1. solche, die selber nutzbringend sind und unmittelbar verwendet werden können (deckt sich ungefähr mit dem Fabrikationsgeheimnis: Konstruktion einer Maschine, Zusammensetzung eines Produkts) und 2. solche, die nur Verhältnisse des Unternehmens betreffen (wie finanzielle Lage, Bankbeziehungen, beabsichtigte Fusionen) und deren Kenntnis der Konkurrenz wertvoll wäre. Die letztgenannten decken sich mit dem Begriff des Geschäftsgeheimnisses. Nach Troller stellen aber nur die Geheimnisse der ersten Kategorie immaterielle Rechtsgüter dar. Bei den Insiderinformationen handelt es sich meistens um Geheimnisse der zweiten Kategorie. Vgl. Troller, a.a.O., S. 87 f. Das Strafgesetz selber ordne z.B. Art. 162 StGB über die Geheimnisverletzung im Geschäftsleben unter dem Abschnitt "Verbrechen und Vergehen gegen immaterielle Rechtsgüter" ein.

Anordnung, z.B. die Geheimhaltung, treffen. Diese Willensbildung wird durch ihre Organe ausgeübt (Verwaltungsrat, Direktion, Generalversammlung). Der Geheimhaltungswille muss demzufolge bei allen Mitgliedern des betreffenden Organs (in der Regel des Verwaltungsrats) tatsächlich vorhanden sein. Fehlt der Wille zur Geheimhaltung bei einzelnen Organmitgliedern, so besteht dennoch ein Geheimnis. Diese treten nämlich – im einzelnen gesehen – nur als Geheimnisträger auf. Die Berechtigung, über ein Geheimnis zu verfügen, steht dem Organ als Gesamtheit zu. Somit kann sich also ein Insider nicht auf den mangelnden Geheimcharakter berufen. Die Organe sind bei allem, was sie im Zusammenhang mit der Führung der Gesellschaft tun oder unterlassen, an den Willen und die Interessen der übrigen Gesellschafter gebunden[19]. Die Gesellschaft und insbesondere die Aktionäre sind an der Geheimhaltung deshalb interessiert, weil dadurch Missbräuche verhindert werden. Es handelt sich allerdings nur um eine zeitlich begrenzte Geheimhaltung. Der Geheimhaltungswille entsteht bei dem die Insider-Information beschliessenden Gremium gleichzeitig mit der Anordnung, diese Neuigkeit offiziell zu veröffentlichen, und endet mit der Ausführung dieser Anordnung. Fehlt bei den Organen der Geheimhaltungswille, so handeln sie nicht im Interesse der Gesellschaft, bzw. ihrer Aktionäre, und verletzen somit die im Gesetz umschriebene Sorgfaltspflicht[20]. Steht man auf dem Standpunkt der reinen Interessentheorie[21], so kann man von den tatsächlichen Vorstellungen der Organe absehen und für die Begründung eines Geheimnisses einzig auf das objektive Interesse abstellen.

bb) Geheimhaltungsinteresse

Das berechtigte Interesse an der Geheimhaltung einer Insider-Information muss objektiv gesehen vorhanden sein. Beim Thema unserer Arbeit

---

19 Vgl. Art. 722 und 754 OR.

20 Art. 722 OR.

21 Siehe vorne S. 75.

liegt das Interesse der Gesellschaft darin, dass kursbeeinflussende Tatsachen nicht vorzeitig nach aussen bekannt gegeben und ausgenützt werden. Denn dadurch könnte das Vertrauen der Anleger in die Gesellschaft geschwächt werden. Ungünstige Tatsachen könnten zudem, wenn sie bekannt werden, zur Baisse oder sogar zum Ruin der Gesellschaft führen. Anderseits besitzen auch alle Aktionäre ein berechtigtes Interesse an der Geheimhaltung; d.h. vielmehr an der nichtvorzeitigen Veröffentlichung. Der zeitliche Faktor bedeutet dabei den springenden Punkt[22]. Missbrauch von Insider-Informationen ist nur möglich, wenn diese nicht gleichzeitig allen interessierten Kreisen bekannt gemacht werden[23]. Durch die Ausnutzung des Informationsvorsprungs seitens der Insider werden die "normalen" Aktionäre benachteiligt. Sie besitzen nicht dieselbe Gewinnchance beim Aktienhandel: sei es, dass sie zu erwartende Gewinne nicht selbst realisieren, sei es, dass sie drohende Verluste nicht abwenden können.

2. Insiderwissen als Geschäftsgeheimnis

In der Regel sind Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisse dazu bestimmt, nicht veröffentlicht zu werden, weil sie Tatsachen enthalten, die für die Konkurrenz von Bedeutung sind, und deshalb ausgenützt und ausgewertet werden können. Im Gegensatz dazu ist es das Wesen des Insiderwissens, dass die darauf sich beziehenden Tatsachen früher oder später veröffentlicht werden; womit sie aufhören, als Geheimnisse zu existieren. Erst

---

22 Vgl. auch Leistner Georg, Das Insiderrecht in der Bundesrepublik – Ein Schlag ins Wasser!, Zeitschrift für Rechtspolitik, 1973, S. 202.

23 Daraus könnte man schliessen, dass das Hauptinteresse der Aktionäre nicht die Geheimhaltung, sondern eben die Bekanntmachung sei. Das stimmt auch. Idealzustand wäre, wenn die Aktionäre (und alle übrigen Anleger) kursbeeinflussende Tatsachen im selben Zeitpunkt wie die Insider erfahren würden. Dann wären nämlich Insider-Missbräuche ausgeschlossen. Dies ist aber aus verständlichen Gründen nicht möglich. Die Veröffentlichungen finden ihre Grenzen in der wirtschaftlich bedingten Geheimsphäre. Vgl. auch Forstmoser, a.a.O., S. 150.

durch die Veröffentlichung wird nämlich der vom Insider gewünschte Effekt, die sprunghafte Veränderung – nach oben oder nach unten – des Börsenkurses, herbeigeführt. Auch sind es nicht die Tatsachen als solche, die ausgewertet werden können, sondern lediglich der Umstand, dass sie geheim sind.

Trotz diesen Ueberlegungen stellen die Insider-Informationen ein Geschäftsgeheimnis im strafrechtlichen Sinn dar. Folgende Punkte führen zu diesem Schluss:

1. Da der strafrechtliche Geheimnisschutz auf dem Recht auf eine persönliche Geheimsphäre – als Ausfluss des Persönlichkeitsrechts (Art. 27 f. ZGB)[24] – beruht und sich nicht nur gegen die wirtschaftliche Wettbewerbsordnung selbst richtet, steht der Gesellschaft als Geheimnisherr der Anspruch auf eine (auch nur zeitlich beschränkte) Geheimhaltung jedes den Geschäftsbetrieb betreffenden Vorkommnisses zu[25]. Es handelt sich dabei um "ein deutlich abgrenzbares, eigenartiges Rechtsgut, das um seiner spezifischen Eigenart willen

---

24 Als Rechtsträger werden sowohl die natürlichen wie die juristischen Personen angesehen. BGE 64 II 169: "Das subjektive Recht an der persönlichen Geheimsphäre im allgemeinen und am Geschäfts- und Fabrikationsgeheimnis insbesondere ist im schweizerischen Recht wie in den meisten modernen Rechten anerkannt, und zwar zugunsten nicht nur der natürlichen, sondern auch der juristischen Personen. Auch die wirtschaftliche Geheimsphäre ist Schutzobjekt." Vgl. auch Schwander, S. 396; Herold Christian, Zivil- und strafrechtlicher Schutz von Fabrikations- und Geschäftsgeheimnissen nach schweizerischem Recht, Diss. Bern 1935, S. 77; Kommentar Egger, 2. Aufl., Art. 28, N. 39 f.; Sieben Alexander, Das Berufsgeheimnis auf Grund des eidgenössischen Strafgesetzbuches, Diss. Bern 1943, S. 12; Lüscher, a.a.O., S. 7.

25 Anderer Meinung sind Bonal, a.a.O., S. 59 und Gavalda C., Le secret des affaires, S. 297 f. Nach diesen beiden Autoren wurzelt die Insider-Information nicht im Persönlichkeitsrecht oder in einem immateriellen Rechtsgut der Gesellschaft, sondern lediglich in der Chancengleichheit aller Aktionäre.

schlechthin und gegen verräterische Angriffe eines jeden geschützt werden muss"[26,27].

2. Auch ein zur Veröffentlichung bestimmtes Geheimnis stellt solange ein Geheimnis dar, bis es – auf unseren Fall bezogen – durch ein vom Geheimnisherrn bestimmtes Organ und Verfahren an die Oeffentlichkeit gelangt und dadurch aufgelöst wird.

3. Sofern ein objektiv begründetes Interesse auf Seiten des Geheimnisherrn vorhanden ist, kann jede Tatsache, die mit dem Geschäftsbetrieb zusammenhängt, Gegenstand eines Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnisses sein[28].

4. Als Tatsachen kommen dabei sowohl konkrete als auch sogenannte innere (z.B. Absichten, Ansichten) in Frage[29]. Wird im Verwaltungsrat einer Firma z.B. eine Fusion mit einem anderen Unternehmen beschlossen, so handelt es sich um eine konkrete Tatsache. Dagegen gelten die üblichen Vorberatungen, die Besprechungen mit der Hausbank und dem zukünftigen Fusionspartner als innere Tatsachen.

---

26 Wachter, a.a.O., S. 58.

27 Allerdings ist es beim Insider-Missbrauch nicht in erster Linie das Persönlichkeitsrecht der Gesellschaft, welches verletzt wird, sondern das Vermögen des Outsiders. Gegen dieses richtet sich der Geheimnisschutz aber nicht. Immerhin könnten die antragsberechtigten Gesellschaften durch Klageerhebung gegen Insider wegen Art. 162 StGB erreichen, dass den unschönen Praktiken der Insider Einhalt geboten würde. Damit wäre das Ziel – die Chancengleichheit im Effektenhandel – ebenfalls erreicht.

28 Vgl. dazu die Definition von Maass H.-H., Information und Geheimnis im Zivilrecht, München 1970, S. 94: "Jede Tatsache, die im Zusammenhang mit einem Geschäftsbetrieb steht, nicht offenkundig, sondern nur einem begrenzten Personenkreis bekannt ist, und nach dem erkennbaren Willen des Betriebsinhabers geheimgehalten werden soll; dazukommen muss jedoch ein ausreichendes wirtschaftliches Interesse an einer Geheimhaltung.

29 Vgl. Riggenbach, a.a.O., S. 46 f.; Lohsing in SJZ 39, S. 80.

Die Fusion ist zwar nicht perfekt, aber trotzdem handelt es sich dabei um Geschäftsgeheimnisse, die den gesetzlichen Schutz geniessen[30,31].

30 Das Geheimhaltungsinteresse ist bei solchen Vorhaben unter Umständen noch grösser, da nicht nur ein Verrat in Form der Verwertung an der Börse möglich ist, sondern ein eigentlicher Verrat im Sinne der Spionage: andere Unternehmen können entsprechende Massnahmen treffen, um z. B. eine Fusion zu verhindern, indem sie dazwischen treten, wobei es dann auch auf die Qualität und Quantität der verratenen Tatsachen ankommt: z. B. mit wem und um welchen Preis fusioniert wird. Handelt es sich dabei um Wirtschaftspionage zugunsten ausländischer Unternehmungen, so findet Art. 273 StGB Anwendung.

31 Nach Hauser Robert (in "Das schweizerische Bankgeheimnis", Bankwirtschaftliche Forschungen, Bd. 10, Bern und Stuttgart 1972, S. 30) fallen Insider-Informationen unter Geschäftsgeheimnis im Sinne von Art. 162 StGB, weil sie Tatsachen enthalten, die sich günstig auf die Entwicklung eines Unternehmens auswirken.

§ 12 INSIDER-MISSBRAUCH ALS VERSTOSS GEGEN ART. 162 StGB

Unter dem Abschnitt "Verbrechen und Vergehen gegen immaterielle Rechtsgüter" behandelt unser Strafgesetz die Verletzung von Fabrikations- und Geschäftsgeheimnissen als Vermögensdelikt im zweiten Teil der besonderen Bestimmungen.

Art. 162 StGB hat folgenden Wortlaut:

> Wer ein Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnis, das er infolge einer gesetzlichen oder vertraglichen Pflicht bewahren sollte, verrät,
>
> wer den Verrat sich zunutze macht,
>
> wird auf Antrag, mit Gefängnis oder mit Busse bestraft.

Zwei verschiedene Tatbestände sind darin enthalten: Verrat eines Geheimnisses (I.) und Ausnutzung des Verrats (II.).

I. Verrat des Geheimnisses (Art. 162 Abs. 1 StGB)

1. Täter und Geheimhaltungspflicht

Art. 162 Abs. 1 StGB beschränkt den Kreis der Geheimnisträger. Nur wer durch Gesetz oder Vertrag zur Verschwiegenheit verpflichtet ist, kann unter Art. 162 StGB fallen; eine rein moralisch begründete Diskretionspflicht genügt hingegen nicht.

"Der Verrat setzt voraus, dass die Geheimnisse dem betreffenden Dienstpflichtigen im Hinblick auf seine dienstlichen Verrichtungen anvertraut worden sind"[1].

1 Botschaft des Bundesrates über den unlauteren Wettbewerb vom 3. November 1942, S. 28.

Diese in der Botschaft zum Gesetz über den unlauteren Wettbewerb verwendete Formulierung bezieht sich auch auf Art. 162 Abs. 1 StGB. Sie weist auf das entscheidende Merkmal eines jeden Verrates hin, indem sie den Verrat als eine Verletzung eines Vertrauensverhältnisses charakterisiert.

Nach Treadwell[2] muss man den Begriff "anvertraut" im weitesten Sinn interpretieren: "... alle Geschäftsgeheimnisse, die ein Angestellter dank seiner Beschäftigung im Betrieb erfährt. Es kann dabei keine Rolle spielen, ob die Geheimnisse ausdrücklich anvertraut wurden oder ob sie dem Angestellten rein zufällig bekannt geworden sind." Dies trifft m. E. auch bei denjenigen zu, die nicht Angestellte sind, aber sonst gesetzlich oder vertraglich mit dem Geheimnisherrn verbunden sind (wie z. B. Steuerbeamte, Rechtsanwälte etc.).

Insider fallen unter Art. 162 Abs. 1 StGB. Bei internen Personen wie Verwaltungsräten, Direktoren und Angestellte eines Unternehmens ergibt sich dies auf Grund der gesetzlichen Sorgfalts- und Treuepflicht des neuen Arbeitsvertragsgesetzes. Nach Art. 321a Abs. 3 OR darf der Arbeitnehmer "geheim zu haltende Tatsachen, wie namentlich Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisse, von denen er im Dienst des Arbeitgebers Kenntnis erlangt, während des Arbeitsverhältnisses nicht verwerten oder anderen mitteilen"[3]. Dagegen bildet bei den externen Insidern die Grundlage für die Geheimhaltepflicht das Bankgeheimnis (Bankier), das Berufsgeheimnis (Anwälte, Revisoren etc.) sowie das Amtsgeheimnis (z. B. Steuerbeamte). Was die Kategorie der externen Insider betrifft, gehen allerdings die gesetzlichen Bestimmungen über die Geheimnispflichten, soweit diese verletzt werden, als leges speciales dem Art. 162 StGB vor[4]

---

2 Treadwell, a. a. O., S. 37.

3 Mitgleider des Verwaltungsrates stehen zwar zur Gesellschaft in der Regel nicht in einem Arbeitsverhältnis, sondern meist in einem Mandatsverhältnis. Art. 398 OR schreibt aber für den Beauftragten dieselbe Sorgfaltspflicht vor, wie für den Arbeitnehmer. Vgl. Guhl/Merz/Kummer, OR (6. Auflage), S. 626.

4 Vgl. Hafter Ernst, Schweiz. Strafrecht, Besonderer Teil, 1. Hälfte, Berlin 1937, S. 391.

Wer nur zufällig und ohne in irgendeiner Beziehung zur Gesellschaft stehend – z. B. ein Taxifahrer, der sich ein Gespräch der Verwaltungsräte während der Autofahrt mitanhören kann – von einer Insider-Information Kenntnis erhält, wird von diesem Täterkreis nicht erfasst. Ebensowenig Empfänger von vertraulichen Hinweisen, sogenannten Tips. Denn bei allen diesen Personen fehlt es an Geheimhaltepflichten.

2. Verraten von Insider-Informationen

Der objektive Tatbestand von Abs. 1 ist erfüllt, wenn anvertraute[5] Geheimnisse verraten worden sind. Unter Verrat versteht man allgemein jede beliebige Art von Mitteilen, sei es durch Schrift, Wort oder auch durch Realhandlungen, wie z. B. die Uebergabe von Zeichnungen, die eine Darstellung des Geheimnisses enthalten[6].

Interpretiert man den Begriff "verraten" in diesem eigentlichen Sinn, so werden davon nur Handlungen, welche in der Abgabe von Tips bestehen, erfasst. Durch die Weitergabe der Insider-Information verraten sie ein Geschäftsgeheimnis und machen sich gemäss Art. 162 Abs. 1 StGB strafbar. Nichts kommt dabei darauf an, ob dieser Verrat unentgeltlich oder gegen Bezahlung geschah. Es stellt sich allerdings die Frage, ob die vorstehend wiedergegebene Auslegung nicht zu eng sei. Denn es scheint mir der Prüfung wert, ob nicht auch derjenige Insider strafbar handelt, der eine kursrelevante Information für sich persönlich verwertet. Gesinnungsmässig handelt er ebenso verwerflich, wie derjenige, der den Tip weitergibt. Es ist deshalb zu prüfen, ob auch das eigenhändige Verwerten der Insider-Information unter den Begriff des Verrats fällt.

---

5 Wobei "anvertraut" im weitesten Sinn zu interpretieren ist; vgl. vorne S. 84; vgl. auch Herold, a.a.O., S. 99.

6 Treadwell, a.a.O., S. 38.

3. Verwerten von Insider-Informationen als verräterische Handlung

Im schweizerischen Strafgesetzbuch wird das Verbum "verraten" nirgends verwendet, ausser in Art. 162. Ueberall, wo es um blosses Mitteilen eines Geheimnisses geht, hat sich der Gesetzgeber anderer Ausdrücke bedient. In den meisten Fällen wird die Tathandlung mit "offenbaren" umschrieben, so bei der Verletzung des Amtsgeheimnisses (Art. 320 StGB), des Berufsgeheimnisses (Art. 321 StGB) und des Bankgeheimnisses (Art. 47 BankG). In Art. 273 StGB (verbotener wirtschaftlicher Nachrichtendienst) spricht das Gesetz von "zugänglich machen" und bei der Geheimnisverletzung im Zusammenhang mit unlauterem Wettbewerb (Art. 13 g UWG) von "mitteilen". M.E. handelt es sich hier nicht um einen blossen redaktionellen Zufall. Das Wort "verraten" bedeutet eben mehr als nur offenbaren, mitteilen oder zugänglichmachen. Verrat ist "das treulose Handeln gegen Personen, denen man zur Treue verpflichtet war"[7], oder etwas enger umschrieben und auf unser Delikt des Insiderhandels bezogen: Veruntreuung von Geheimnissen[8].

Betrachten wir den klassischen Fall des Insider-Missbrauchs: Ein Verwaltungsratsmitglied benutzt eine im Gremium des Verwaltungsrates beschlossene, kursbeeinflussende Tatsache, um an der Börse durch geschickte Transaktionen beträchtliche Gewinne zu erzielen. Dieser Insider war im Besitze eines Geheimnisses, das er nicht hätte preisgeben dürfen, weil er nicht Geheimnisherr, sondern nur Geheimnisträger war. Er hat aber trotzdem darüber verfügt. Allerdings hat er durch seine Handlung die betreffende Tatsache niemandem mitgeteilt oder geoffenbart, sondern er hat sie einzig zu seinem Nutzen verwertet. Verstände man unter "verraten" nur ein Mitteilen von Geheimnissen, so würde beim erwähnten Beispiel kein strafbarer Tatbestand nach Art. 162 StGB vorliegen. Hinge-

---

7 Brockhaus, Enzyklopädie, 17. Aufl., Wiesbaden 1974.

8 Mackensen, Neues Wörterbuch der deutschen Sprache, 3. Aufl., München.

gen ist der objektive Tatbestand von Art. 162 StGB erfüllt, wenn die unbefugte Benützung der Insider-Information, d.h. die auf Gewinn abzielende Verwertung des Geheimnisses, ebenfalls als Verrat qualifiziert wird[9]. Daher verrät m.E. auch derjenige ein Geheimnis, der als legaler Geheimnisträger eine geheime Tatsache nicht nach dem Willen des Geheimnisherrn gebraucht, ähnlich demjenigen, der ein ihm anvertrautes Gut zu seinem eigenen Nutzen verwendet (vgl. Art. 140 Ziff. 1 Abs. 2 StGB - Veruntreuung) und nicht im Interesse des effektiven (wirtschaftlich gesehen) Eigentümers[10]. Durch diese Auslegung wird es möglich sein, die Hauptgruppe der Insider (nämlich die internen, allen voran die Verwaltungsratsmitglieder und die Direktoren, die die Information direkt verwerten), strafrechtlich zu erfassen.

M.E. stellt diese Interpretation keinen Verstoss gegen den Grundsatz nullum crimen sine lege dar. Man könnte etwa einwenden, der Gesetzgeber habe gerade die blosse Verwertung nicht unter Strafe stellen wollen. Nach heutiger Auffassung ist jedoch für die Interpretation einer Gesetzesstelle in erster Linie der Sinn, wie er sich aus dem Wortlaut ergibt, massgebend und nicht der Wille des Gesetzgebers[11]. Auch in den Gesetzesmaterialien findet sich zudem kein Hinweis, dass man unter "verraten" nur das Mitteilen oder Offenbaren von geheimen Tatsachen zu verstehen habe[12].

Nur nebenbei sei noch bemerkt, dass der Insider, der eine geheime Tatsache unbefugt verwertet, indirekt und teilweise das Geheimnis offenbart.

---

9 Gleicher Meinung ist Ringier, a.a.O., S. 60 f.: "Wie ich bereits oben angeführt habe, versteht man unter dem Begriff Verrat eigentlich nur ein unbefugtes Mitteilen, dagegen nicht auch ein unbefugtes Verwerten. Dieser Begriff wird aber regelmässig in einer erweiterten Form gebraucht und dient oft der Kürze halber auch zur Bezeichnung der unbefugten Benützung."

10 Im gleichen Sinn auch Ringier, a.a.O., S. 61 und Herold, a.a.O., S. 99. Auch in der Botschaft zum UWG vom 3.11.42, S. 28, wird der Verrat als eine Verletzung eines Vertrauensverhältnisses charakterisiert.

11 Vgl. Meier-Hayoz, Kom. zu Art. 1 ZGB.

12 Vgl. Verhandlungen der Expertenkommission, 1895, S. 16 f.

Durch seine auf Gewinn gerichtete Börsentransaktionen verrät er nämlich dem Anlagepublikum eine als positiv bzw. als negativ zu wertende Begebenheit innerhalb der Gesellschaft. Nach einem Urteil des Zürcher Obergerichts genügt für einen Geheimnisverrat unter Umständen auch eine teilweise Mitteilung, "wenn bereits davon die Interessen des Geheimnisherrn in nicht leicht zu nehmender Weise beeinträchtigt werden"[13].

Der Schaden, der für die Gesellschaft bei Insider-Transaktionen entsteht, ist aber derselbe, ob der Insider die geheimen Tatsachen selbst verwertet oder ob er sie einem Dritten verrät, welcher dann seinerseits die Informationen missbraucht.

4. Subjektiver Tatbestand

Als subjektiven Tatbestand in Art. 162 StGB verlangt das Gesetz Vorsatz. Eine Schädigungsabsicht braucht nicht bewiesen zu werden[14].

Vorsatz setzt die Kenntnis sämtlicher Tatbestandsmomente voraus. Inbezug auf Art. 162 Abs. 1 StGB bedeutet das, dass sich der Täter bewusst sein muss, dass es sich um ein Geheimnis handelt, dass er zur Geheimhaltung verpflichtet ist, und dass ausserdem sein Handeln Verrat im Sinne von Art. 162 StGB darstellt[15].

Ob der Insider den subjektiven Tatbestand im vollen Umfang erfüllt oder nicht, lässt sich nur im Einzelfall abklären. Jedoch ist es möglich, ganz allgemein einige Ueberlegungen anzustellen. Wie schon vorne bemerkt, gehört der Geheimcharakter von Insider-Informationen zum Wesen des Insider-Missbrauchs. Sobald eine Tatsache veröffentlich ist,

---

13 ZR 68 (1969) Nr. 38, S. 95.

14 Vgl. Ringier, a.a.O., S. 63.

15 Vgl. Stratenwerth Günter, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil I, S. 133 ff.; Schwander, a.a.O., Nr. 622; Germann O.A., Textausgabe StGB, 8. Aufl., zu Art. 162; Ringier, a.a.O., S. 63.

hat der Insider keine Chance mehr, seinen Informationsvorsprung auszunützen. Er muss sich demzufolge notwendigerweise bewusst sein, dass seine Insider-Kenntnisse geheim sind. Ob er sich auch im Klaren darüber ist, dass ein Geschäftsgeheimnis im oben definierten Sinn vorliegt, ist eine Beweisfrage, die zu beantworten oft nicht einfach sein wird[16]. Im weiteren muss der Insider wissen, dass er zur Geheimhaltung verpflichtet ist. Diese Frage hängt unmittelbar mit der soeben erwähnten zusammen: weiss ein Insider, dass es sich um ein Geschäftsgeheimnis handelt, so muss er sich auch bewusst sein, dass er zur Geheimhaltung verpflichtet ist. Rechtlich folgt dies aus Art. 321a OR[17], und in tatsächlicher Hinsicht darf für den Regelfall angenommen werden, dass die Treuepflicht und der Geheimcharakter einer Tatsache eine Pflicht zur Diskretion begründen. Schwierigkeiten bietet insbesondere auch der Nachweis des subjektiven Tatbestandes inbezug auf das Verraten bei den eigentlichen Insidern, die die geheime Information nicht direkt weitergeben, sondern die den Verrat durch unbefugte Benutzung begehen. Allerdings ist es nach der Literatur nicht ganz ausgeschlossen, dass das Bewusstsein, dass es sich um Verrat handelt, nicht erforderlich ist[18]. Streng genommen muss sich aber das Wissen und Wollen auch auf die Handlung des Verrats beziehen. In den meisten Fällen wird sich der Insider bewusst sein, dass seine Ausnützung des Informationsvorsprungs rechtswidrig ist, ob es nun ein Verrat im engen oder im erweiterten Sinn sei. Das genügt aber zur Bejahung vorsätzlichen Handelns.

---

16 Schwierigkeiten beitet vor allem der Nachweis beim Geheimhaltungsinteresse und -wille, während die Qualifizierung als Geschäftsgeheimnis meist evident sein wird.

17 Art. 321a OR lautet: Abs. 3: "Der Arbeitnehmer darf geheim zu haltende Tatsachen, wie namentlich Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisse, von denen er im Dienst des Arbeitgebers Kenntnis verlangt, während des Arbeitsverhältnisses nicht verwerten oder andern mitteilen; ..."

18 Die meisten Autoren erwähnen beim Vorsatz nur das Bewusstsein der Schweigepflicht sowie das Wissen um das Geheimnis. Vgl. Stratenwerth, a.a.O., S. 134 f.; Germann, a.a.O., S. 281; Hafter, a.a.O., S. 391.

II. Ausnützung des Verrats (Art. 162 Abs. 2 StGB)

Gemäss Abs. 2 von Art. 162 StGB wird bestraft, "wer den Verrat sich zunutze macht."

1. Täterkreis

Der Täterkreis in Abs. 2 ist weiter gezogen als in Abs. 1, da bei der Ausnützung des Verrats eine Geheimhaltungspflicht entfällt. Das bedeutet, dass jeder Dritte dieses Delikt begehen kann, stehe er nun inner- oder ausserhalb des Unternehmens. Vorausgesetzt wird nur, dass es sich um ein nach Abs. 1 verratenes Geheimnis handelt[19].

Betrachten wir Abs. 2 wiederum unter dem Gesichtspunkt des Insiderhandels, so können wir feststellen, dass hier als Täter nicht die eigentlichen Insider (weder interne noch externe), sondern alle Tipempfänger in Frage kommen: Familienmitglieder, Freunde, evtl. auch Geschäftspartner etc.[20]. Hier übernehmen die Insider die Rolle der sogenannten Vortäter[21], indem sie die geheimen Informationen unerlaubterweise an die Tipempfänger weitergeben. Ob sie das gegen Bezahlung oder unentgeltlich machen, spielt für die Strafbarkeit der Tipempfänger keine Rolle.

---

19 Vgl. BGE 85 IV 139, wo das Bundesgericht festhält, dass sich Abs. 2 auf Abs. 1 bezieht; vgl. auch Ringier, a.a.O., S. 65, der anhand des französischen Gesetzestextes zum selben Ergebnis gelangt.

20 Allerdings ist es nicht ausgeschlossen, dass sich in seltenen Fällen auch interne Insider auf Grund von Abs. 2 strafbar machen können; nämlich bei den sogenannten Ueberkreuzspekulationen ("backscratching"): Insider-Informationen des Kollegen aus der anderen Gesellschaft werden ausgetauscht gegen Informationen aus dem Bereich der eigenen. Vgl. Hopt-Will, S. 38, n. 7.

21 Vgl. Lecroq, S. 84 ff., der die Ausnützung des Verrats eines Geschäfts- oder Fabrikationsgeheimnisses als Weiterführung eines durch einen Dritten (= Vortäter) vorsätzlich begangenen Verrats qualifiziert.

2. Die verratenen Geheimnisse

Tatobjekt in Art. 162 Abs. 2 StGB sind wiederum Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisse[22], welche auch in Form von Insider-Informationen auftreten können.

Im Gegensatz zu Abs. 1 handelt es sich aber nicht um dem Täter anvertraute Geheimnisse. Die Kenntnisnahme der Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnisse muss auf einem Geheimnisverrat, auf einer Verratshandlung, einer unbefugten Mitteilung seitens einer zum Schweigen verpflichteten Person beruhen. In unserem Fall sind es Informationen, die von einem geheimhaltungspflichtigen Insider an einen Tipempfänger verraten werden.

3. Das sich-zunutze-Machen des Verrats

Zum objektiven Tatbestand von Abs. 2 gehört ferner das Sich-zunutze-Machen des Verrats. Das bedeutet die Ausnutzung oder Verwertung der durch Verratshandlungen in Erfahrung gebrachten geheimen Tatsachen. Zu bemerken ist, dass nur Täter sein kann, wer selber den Nutzen hat. Diese Einschränkung folgt aus dem im Gesetzestext eingefügten Worte "sich"[23]. Straflos geht also derjenige Tipempfänger aus, der unentgeltlich das Geheimnis weiter gibt. Auch besteht für den Tipempfänger in der Regel keine Geheimhaltungspflicht, sodass er nicht wegen Verrats gemäss Art. 162 Abs. 1 StGB bestraft werden kann[24].

Die verratenen Geheimnisse können auf zwei Arten ausgenutzt werden, indem sie entweder anderen gegen Entgelt (oder auch gegen anderweitige Vorteile, wie etwa die Stärkung der gesellschaftlichen und persönlichen

---

22 Vgl. vorne S. 75.

23 Vgl. Schwander, S. 399, Nr. 622a.

24 Vgl. Hafter, S. 393: "Der blosse Weiterverrat, die Verbreitung ist nicht strafbar."

Beziehungen[25]) mitgeteilt oder vom Täter selber verwertet werden. Beide Möglichkeiten sind beim Insiderhandel denkbar: Einerseits der Tipempfänger, der die ihm verratenen Informationen eines Insiders verkauft und andererseits derjenige, der seine Aktientransaktionen der erhaltenen Information entsprechend disponiert und somit ebenfalls einen Vermögensvorteil erlangt. Nicht nötig für die Erfüllung des Tatbestandes ist, dass tatsächlich ein Gewinn resultiert, denn es genügt bereits eine "auf vermögensrechtlichen Gewinn abzielende Benutzung"[26].

4. Subjektiver Tatbestand

Auch Abs. 2 verlangt als subjektives Tatbestandsmerkmal Vorsatz. Der Täter muss sich bewusst sein, dass es sich erstens bei der erhaltenen Information um ein Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnis handelt, und dass zweitens dessen Preisgabe an ihn unerlaubt war, d.h. dass es durch Verletzung einer vertraglichen oder gesetzlichen Pflicht verraten wurde[27].

III. Art. 162 StGB als Antragsdelikt

Die Verfolgung der Täter von Art. 162 StGB tritt nur auf Antrag des oder der Verletzten ein. Zur Beantwortung der Frage, wer im Einzelfall geschädigt worden ist und damit als Verletzter gilt, "müssen der Zweck der konkret anwendbaren Norm und das mit ihr geschützte Rechtsgut in Betracht gezogen werden"[28].

---

25 Hopt-Will, S. 38, n. 7.

26 Ringier, S. 68.

27 Germann, StGB, Zürich, Textausgabe, 1966, zu Art. 162.

28 Rehberg, Der Strafantrag, ZStrR 85 (1969), S. 248; vgl. auch BGE 87 IV 107 f.

Das von Art. 162 StGB geschützte Rechtsgut ist die Geheimsphäre als Persönlichkeitsrecht[29]. Beim Insider-Missbrauch handelt es sich immer um die Geheimsphäre einer juristischen Person, die in der Regel in Form einer Aktiengesellschaft als Geheimnisherr über die Insider-Information auftritt. "Bei juristischen Personen sind deren Organe nach Massgabe ihrer statutarischen Vertretungsbefugnis zum Entscheid über die Ausübung des Strafantragsrechtes zuständig"[30]. Hier liegt wohl das Problem der Anwendung von Art. 162 bei Insidern. Oft sind es dieselben Personen, die gegen das Verbot der Geheimnisverletzung verstossen und die gleichzeitig auch antragsberechtigt sind.

Es wäre wünschenswert, dem geschädigten Aktionär ebenfalls ein Antragsrecht einzuräumen. Nach der Praxis des Bundesgerichts gilt aber nur der Träger des direkt angegriffenen Rechtsgutes als Verletzter[31]. So wurde zum Beispiel in BGE 90 IV 41 einem Aktionär einer durch unlauteren Wettbewerb geschädigten Gesellschaft das Antragsrecht abgesprochen[32].

Selbst wenn man aber dem Aktionär ein Antragsrecht einräumte, würden immer noch nicht alle, die als Verletzte bei einem Insider-Missbrauch in Frage kommen können, erfasst: denn für jeden Anleger, ob Aktionär oder nicht, besteht die Gefahr durch Insiderhandel geschädigt zu werden.

---

29 Vgl. vorne S. 80.

30 Rehberg, a.a.O., S. 259.

31 BGE 92 IV 116.

32 Rehberg, a.a.O., S. 248; vgl. auch Schwander, S. 224, Nr. 418.

IV. Zusammenfassung

1. Insider-Informationen kann man unter den Begriff des Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnisses im strafrechtlichen Sinn einreihen.

2. Durch die erweiterte Interpretation der Verratshandlung in Art. 162 Abs. 1 StGB gelingt es, nicht nur die weniger häufigen Fälle von Tipgebern, sondern die Hauptgruppe der Insider, welche ihr Wissen für eigene Zwecke missbrauchen, zu erfassen.

3. Art. 162 Abs. 2 StGB bezieht sich nicht auf die effektiven Insider, sondern auf die vermutlich ebenfalls nicht häufig auftretende Gruppe von Tipempfängern, welche sich aber durch das Verwerten der erlangten Informationen oder durch deren Weitergabe gegen Entgelt strafbar machen.

4. Der Nachweis des subjektiven Tatbestandes von Art. 162 StGB dürfte im Einzelfall einige Schwierigkeiten bieten. Muss doch bewiesen werden, dass der Täter wusste, dass es sich um Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnisse handelte, und dass deren Preisgabe widerrechtlich war.

5. Die Tatsache, dass die Geschäftsgeheimnisverletzung nur als Antragsdelikt ausgestaltet ist, wird in den meisten Fällen eine Anwendung von Art. 162 StGB ausschliessen, da nach der heutigen Praxis den effektiv Geschädigten kaum ein Antragsrecht zugebilligt würde.

§ 13 VERLETZUNG DES BERUFSGEHEIMNISSES (Art. 321 StGB) UND DES BANKGEHEIMNISSES (Art. 47 BankG)

Sowohl Art. 321 StGB als auch Art. 47 BankG stellen weitere Straftatbestände dar, die sich gegen die Verletzung der Geheimsphäre richten. In beiden Fällen handelt es sich um den Schutz von Berufsgeheimnissen. In Art. 321 StGB zählt das Gesetz diejenigen Berufsgruppen abschliessend auf, die sich der Verletzung des Berufsgeheimnisses im eigentlichen Sinn strafbar machen können. Nicht erfasst werden dabei die Bankiers. Dagegen fallen die für unseren Sachverhalt in Frage kommenden Revisoren darunter[1]. Als Kontrollorgan einer Aktiengesellschaft haben die Revisoren zu prüfen, ob sich die Gewinn- und Verlustrechnung, als auch die Bilanz in Uebereinstimmung mit den Büchern befinden. Zu diesem Zweck muss die Verwaltung den Revisoren die Geschäftsbücher sowie die Belege dazu unterbreiten[2]. Dadurch erhalten die Prüfer Einblick in wichtige Vorgänge eines Unternehmens. So kann z.B. ein Revisor auf Grund der Erfolgsrechnung einen bevorstehenden Konkurs ohne weiteres ablesen. Die Versuchung, seine Aktien dieses Unternehmens noch rechtzeitig abzustossen, ist bestimmt nicht gering. Ebenfalls um die Verletzung des Berufsgeheimnisses geht es beim Tatbestand des Art. 47 BankG[3].

---

1 Aber auch die in Art. 321 StGB aufgezählten Rechtsanwälte und Notare (sowie ihre Hilfspersonen), die beruflich mit einem Unternehmen verbunden sind, können natürlich in den Besitz von Insider-Informationen gelangen. Das im folgenden Gesagte bezieht sich insofern selbstverständlich auch auf diese Geheimnisträger.

2 Guhl/Merz/Kummer, Das schweizerische Obligationenrecht, 6.A., Zürich 1972, S. 635. Art. 728.1 OR. Vgl. dazu auch Sieben Alexander, Das Bankgeheimnis auf Grund des eidgenössischen Strafgesetzbuches, Diss. Bern 1943, S. 55.

3 Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. Nov. 1934, in neuer Fassung gemäss BG vom 11.3.71.

Hier wird im Rahmen eines Spezialgesetzes eine Berufsgruppe für sich allein erfasst[4].

Den Fall, dass Bankiers oder Bankangestellte in den Besitz von Insider-Informationen gelangen, kann man sich gut vorstellen: Es ist üblich, dass die grösseren Aktiengesellschaften sogenannte Hausbanken besitzen, die sie regelmässig vor wichtigen Entscheidungen betreffend Investitionen, Fusionen, etc. konsultieren. Zu diesem Zweck ist es notwendig, dass die Banken möglichst umfassend aufgeklärt werden über die inneren und äusseren Vorgänge eines Unternehmens, bevor der Verwaltungsrat Beschlüsse fasst. Die Insiderstellung von Bankiers ist deshalb derjenigen von Mitgliedern des Verwaltungsrates und von Grossaktionären mindestens gleichzustellen und infolgedessen ebenso die Möglichkeit, Insider-Informationen zu missbrauchen.

I. Verletzung des Berufsgeheimnisses

1. Tatbestand

a) Geltungsbereich

Neben den Geistlichen, Rechtsanwälten, Verteidigern, Notaren, medizinischen Berufsleuten, sowie den jeweiligen Hilfspersonen zählt das Gesetz auch die "nach Obligationenrecht zur Verschwiegenheit verpflichteten Revisoren" zum Täterkreis des Art. 321 StGB. Diese werden jedoch nach der herrschenden Praxis nur insoweit erfasst, als sie die in Art. 730, 819 II und 919 OR gesetzlich begründete Geheimhaltungspflicht

---

4 Andere Staaten wie z. B. Frankreich (CP Art. 378) erfassen die Verletzung des Bankgeheimnisses im Rahmen des allgemeinen Tatbestandes der Berufsgeheimnisverletzung; Schultz Hans, Das Bankgeheimnis und der schweizerisch-amerikanische Vertrag über Rechtshilfe in Strafsachen, Bankvereinsheft Nr. 11, 1976, S. 11.

verletzen[5,6]. Eine vertraglich vereinbarte Schweigepflicht könnte allenfalls die Voraussetzung für die Erfüllung des Tatbestandes nach Art. 162 StGB bilden.

b) Tathandlung

Im Gegensatz zu Art. 162 StGB (Geschäftsgeheimnisverletzung) besteht die Tathandlung der Verletzung des Art. 321 StGB nicht im Geheimnisverrat, sondern in der Offenbarung des Geheimnisses. Unter Offenbarung versteht man schriftliche oder mündliche Mitteilung und nach BGE 71 IV 170 f. auch die Ueberlassung von Akten oder anderen Gegenständen, aus denen das Geheimnis ersichtlich ist[7].

c) Tatobjekt

Das Tatobjekt ist weiter gefasst als in Art. 162 StGB, wo lediglich Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisse als Schutzobjekt enthalten sind. Das Berufsgeheimnis erstreckt sich auf alle Tatsachen, welche die Tä-

---

5 BGE 83 IV 196; Schwander Vital, Das Schweizerische Strafgesetzbuch, Zürich 1969, S. 402.

6 Müllhaupt Walter, Berufsgeheimnis und Zeugnisverweigerungsrecht der aktienrechtlichen Revisoren, Diss. St. Gallen 1974, will im Gegensatz zum Bundesgericht (BGE 83 IV 196) neben den in Art. 730 OR erwähnten Revisoren auch die Pflicht- und Herabsetzungsprüfer, welchen keine Organstellung zukommt, unter die Strafbestimmung in Art. 321 StGB fassen, da diese inbezug auf die Schweigepflicht mit den Kontrollstellenmitgliedern systematisch gleich zu stellen seien (S. 50). "Die ratio der Norm (von Art. 730 OR) ist die Garantie der Schweigepflicht. Das ist keine Frage der Organstellung, sondern ein Problem der prüfungsrechtlichen Systematik." (S. 51). Wir wollen hier nicht auf diese Kontroverse eingehen, da uns nur die Frage interessiert, ob die Tathandlung in Art. 321 StGB auch die Verwertung von Insider-Informationen einschliesse.

7 Stratenwerth Günter, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil, Bern 1973, S. 136, bezeichnet die Tathandlung als "jedes Zugänglich-Machen der geheimzuhaltenden Tatsachen an Unberufene".

ter in Ausübung ihres Berufes wahrgenommen haben oder die ihnen anvertraut wurden. Es wird also nicht nach dem Gegenstand spezifiziert[8].

2. Insiderhandel begangen durch Revisoren einer AG

Es ist zu prüfen, ob die nach dem Obligationenrecht zur Verschwiegenheit verpflichteten Kontrollorgane einer Aktiengesellschaft den Straftatbestand der Verletzung des Berufsgeheimnisses gemäss Art. 321 StGB erfüllen, wenn sie einen im Zusammenhang mit ihrer Berufsausübung erlangten Informationsvorsprung für den Effektenhandel missbrauchen. Zwei Fälle sind zu unterscheiden: Ein Revisor verwertet ein bei der Ausübung seiner Funktion erfahrenes oder ihm anvertrautes Geheimnis ohne es jemandem mitzuteilen (a), oder ein Revisor gibt ein Berufsgeheimnis einem Dritten weiter, der seinerseits Insidergeschäfte abschliesst (b).

a) Revisoren als Insider

Die Mitglieder der Kontrollstelle einer AG werden durch Art. 321 StGB nur erfasst, soweit sie die in Art. 730 OR begründete Geheimhaltungspflicht verletzen. "Nach Art. 321 StGB besteht die strafbare Handlung darin, dass die Berufsperson eine Tatsache, die sie infolge ihrer beruflichen Schweigepflicht hätte geheimhalten müssen, unerlaubterweise einer oder mehreren Personen offenbart"[9]. Im Gegensatz zur Handlung des Verrates in Art. 162 StGB bedeutet Offenbarung, dass einem Dritten eine geheime Tatsache zur Kenntnis gebracht wird. Der Begriff des Offenbarens ist enger als derjenige des Verrates. Begriffswesentlich für die Handlung des Offenbarens ist das Mitteilen an einen Dritten. Verrat

---

8 Vgl. Hafter Ernst, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil, 1. Hälfte, Berlin 1937, S. 391; Stratenwerth, a.a.O., S. 136.

9 Müllhaupt, a.a.O., S. 78.

dagegen kann auch ohne solche Mitteilung begangen werden. Auf Grund dieser Unterscheidung ist ersichtlich, dass die Tathandlung in Art. 321 StGB nicht mit derjenigen in Art. 162 StGB gleichzusetzen ist. Eine ähnlich erweiterte Auslegung wie beim Begriff "verraten" in Art. 162 StGB[10] lässt sich hier nicht rechtfertigen. Auf den normalen Insiderfall bezogen, wo ein Revisor kursbeeinflussende Tatsachen für eigene Effektentransaktionen missbraucht, bedeutet das, dass dieser Sachverhalt nicht unter den Art. 321 StGB fallen kann. Dagegen wäre die Anwendung von Art. 162 StGB im Sinne der obigen Ausführungen über die Geschäftsgeheimnisverletzung möglich, wenn zwischen dem Revisor und der Gesellschaft eine vertragliche Schweigepflicht vereinbart worden wäre[11].

b) Revisor als Tipgeber

Eine klare Verletzung des Berufsgeheimnisses im Sinne von Art. 321 StGB begeht aber derjenige, der als Revisor die genannten Informationen Aktionären oder Dritten (z.B. Freunden oder Familienmitgliedern) weitergibt. Damit erfüllt er die in Art. 730 OR wie auch in Art. 321 StGB genannten Voraussetzungen. Ob der Täter diese wertvollen Tips zum Zweck des Insiderhandels mitteilt oder nicht, spielt für die Erfüllung des Straftatbestandes keine Rolle. Erforderlich ist nur, dass es sich dabei um ein Geheimnis handelt, und dass der Revisor dies wusste. Dabei kann nicht schon jede geheime Tatsache Gegenstand eines Berufsgeheimnisses sein. Notwendig ist, dass zwischen dem Tatobjekt und dem Beruf des Geheimnisträgers eine materielle Beziehung besteht[12]. Irrelevant für die rechtliche Bedeutung des obigen Sachverhalts ist es, ob für den Täter oder den Dritten ein Gewinn bei der Effektentransaktion herausschaue.

---

10 Ueber die Auslegung der Begriffe "verraten" und "mitteilen" siehe oben § 12 I 3.

11 Vgl. BGE 83 IV 196 f.

12 Vgl. Lüscher Martin, Das schweizerische Bankgeheimnis in strafrechtlicher Sicht, Diss. Zürich 1972, S. 6.

Der Dritte aber bleibt in jedem Fall straffrei, da er weder an eine vertragliche noch an eine gesetzliche Schweigepflicht gebunden ist.

II. Verletzung des Bankgeheimnisses

1. Objektiver Tatbestand

a) Geltungsbereich

Den Kreis der Personen, die nach Art. 47 BankG wegen einer Geheimnisverletzung bestraft werden können, umschreibt das Gesetz in enumerativer Art: Organ, Angestellter, Beauftragter, Liquidator oder Kommissar einer Bank, als Beobachter der Bankenkommission, als Organ oder Angestellter einer anerkannten Revisionsstelle. Vom Direktor bis zum Portier werden alle im Dienste einer Bank stehenden Personen mit dieser Norm erfasst. Darüber hinaus werden nach dem revidierten Art. 47 BankG noch weitere Personen, die in bestimmter Funktion mit den Banken verbunden sind, dem Bankpersonal gleichgestellt.

b) Tathandlung

Die Tathandlung des Art. 47 BankG ist nach der neuen Fassung gemäss Bundesgesetz vom 11. März 1971 gleich umschrieben wie in Art. 321 StGB. Während der ursprüngliche Art. 47 von Verletzung des Berufsgeheimnisses sprach, stellt die revidierte Bestimmung konkreter das Offenbaren eines Geheimnisses unter Strafe. Diese nachträglich eingeführte Verdeutlichung der Tathandlung lässt den Schluss zu, dass auch hier, wie in Art. 321 StGB, lediglich die Mitteilung einer geheimzuhaltenden Tatsache zu verstehen ist, und nicht auch die Verwertung. Somit fällt zum vorneherein die nach Art. 47 BankG zur Verschwiegenheit verpflichtete Personengruppe, welche Insiderhandel im engeren Sinn betreibt, nicht unter diese Strafnorm.

c) Tatobjekt

Als Tatobjekt umfasst Art. 47 BankG alle geheimen Tatsachen, die der Bankier (und natürlich die übrigen im Gesetz erwähnten Personen) im Zusammenhang mit seinem Beruf erfahren hat, und die sich in irgendeiner Weise auf den Bankberuf beziehen[13]. Wie bei der Verletzung des Berufsgeheimnisses werden auch hier nicht nur die anvertrauten, sondern auch die selber wahrgenommenen Geheimnisse geschützt. Als weitere Eigenschaft des Tatobjekts muss selbstverständlich ein Interesse an der Geheimhaltung seitens des Kunden (als Geheimnisherrn) vorhanden sein, welches vermutet wird, sofern der Bankkunde nichts Gegenteiliges äussert. In der Regel dürfte es keine Schwierigkeiten bieten, Insider-Informationen unter den Begriff des Bankgeheimnisses zu subsumieren.

2. Subjektiver Tatbestand

Neben der vorsätzlichen Verletzung des Bankgeheimnisses ist in Art. 47 Abs. 2 BankG auch die fahrlässige Begehung dieser Tat unter Strafe gestellt[14].

Fahrlässig würde z.B. derjenige Bankangestellte handeln, der am Stammtisch über eine bevorstehende Kapitalerhöhung einer mit seiner Bank in geschäftlicher Beziehung stehenden Aktiengesellschaft plauderte.

3. Verletzung des Bankgeheimnisses durch Insider

Wie unter 1 b) vorne bereits erwähnt, erfüllen die eigentlichen Insider, d.h. diejenigen, die die Information selber verwerten, den Tatbestand

---

13 Vgl. Lüscher, a.a.O., S. 40 f.

14 Im Gegensatz zu Art. 321 StGB, wo nur vorsätzliches Handeln bestraft wird.

von Art. 47 BankG nicht. Dagegen müssen all jene Personen, die in Art. 47 BankG aufgezählt sind und die als Tipgeber fungieren, wegen Verletzung des Bankgeheimnisses zur Verantwortung gezogen werden. Es ist folglich z.B. einem Bankangestellten unter Strafe verboten, einem Kunden von einer noch nicht veröffentlichten Dividendenerhöhung einer mit der Bank in geschäftlicher Beziehung stehender Aktiengesellschaft zu erzählen und ihm alsdann den Handel mit den Papieren dieser Gesellschaft zu empfehlen[15].

Kritisch wird es erst dann, wenn ein Bankier einem Kunden lediglich den Rat erteilt, Aktien einer bestimmten Gesellschaft zu kaufen oder zu verkaufen, ohne eine konkrete Insider-Information mitzuteilen. Hier ist die Grenze der Strafbarkeit fliessend. Dabei wird es stets darauf ankommen, wie glaubwürdig, bzw. wie überzeugt, der Bankier den Rat erteilt, d.h. ob der Kunde daraus irgendwelche verbindlichen Schlüsse ziehen kann, ganz im Sinne des Sprichwortes "cum tacent, clamant", oder ob er den Tip ganz ohne Untertöne abgibt. Da die Verletzung des Bankgeheimnisses ein Erfolgsdelikt darstellt, ist für die Erfüllung des objektiven Tatbestandes erforderlich, dass die unberechtigten Drittpersonen auch wirklich von den geheimen Tatsachen Kenntnis genommen haben.

Verständlicherweise kann eine Bank in solchen Fällen in ein Dilemma geraten: einerseits gilt es die Kunden möglichst zufriedenstellend zu beraten, und andererseits sollte der Geheimbereich anderer Kunden nicht verletzt werden. Es steht aber über jedem Zweifel, dass der öffentlich-rechtliche Schutz der Geheimsphäre dem Interesse an zufriedenen Kunden vorgeht.

Im Interesse der Sache wäre es wünschenswert, wenn sich die Banken in Momenten, wo sie Insider-Informationen besitzen, ganz generell im

---

15 Dadurch offenbart der Bankangestellte eine geheimzuhaltende Tatsache an einen nicht zum Kreis der Geheimnisträger gehörenden Dritten.

Raterteilen zurückhalten würden, um nicht die unerfreulichen Insider-Transaktionen zu fördern. Denn, abgesehen vom Schaden der Outsider, wird auch in solchen Fällen des Tipgebens der Ruf einer Aktiengesellschaft und zudem das Vertrauen in die Börse gefährdet.

4. Sanktion

Handelt der Tipgeber vorsätzlich, so beträgt die Strafe Gefängnis bis zu 6 Monaten oder Busse bis zu 50'000 Franken. Bei fahrlässiger Verletzung des Bankgeheimnisses ist eine Busse von bis zu 30'000 Franken angedroht. Im Vergleich zu der Sanktion bei der Verletzung des Berufsgeheimnisses (Gefängnis bis zu drei Jahren oder Busse) erscheint die für die Missachtung des Bankgeheimnisses in Aussicht gestellte Strafe bedeutend milder.

Während die Verletzung des Berufsgeheimnisses nur auf Antrag verfolgt wird, handelt es sich bei Art. 47 BankG um ein Offizialdelikt.

§ 14 INSIDER-MISSBRAUCH ALS VERUNTREUUNG (Art. 140 StGB) ODER UNGETREUE GESCHAEFTSFUEHRUNG (Art. 159 StGB)

I. Vorbemerkung

In diesem Abschnitt geht es um zwei weitere Tatbestände des Schweizerischen Strafgesetzbuches im Zusammenhang mit dem missbräuchlichen Effektenhandel durch Insider: Veruntreuung und ungetreue Geschäftsführung.

Zweck dieser Strafnormen ist es, anvertrautes Vermögen vor unrechtmässigen Eingriffen des zur Treue Verpflichteten zu schützen. Während z. B. Deutschland einen allgemeinen Straftatbestand der Untreue (§ 266 deutsches StGB) kennt, hat es der schweizerische Gesetzgeber vorgezogen, das Problem nicht in einer Generalklausel, sondern in Form von zwei speziellen Tatbeständen zu regeln: Art. 140 StGB (Veruntreuung) und Art. 159 StGB (ungetreue Geschäftsführung). Zwischen diesen beiden Delikten besteht inbezug auf das Tatobjekt eine Gemeinsamkeit: nämlich die dem Täter überlassenen Vermögenswerte[1]. Nach herrschender Meinung ist unechte Konkurrenz nicht ausgeschlossen, wobei aber Art. 140 StGB der ungetreuen Geschäftsführung vorgeht[2].

II. Tatbestand der Veruntreuung

Für unsere Betrachtungen können wir den Tatbestand der Veruntreuung ausser Acht lassen, da sich der Insider weder die Wertpapiere (d. h. die Insider-Papiere) noch sonst etwas aneignet (Art. 140 Ziff. 1 Abs. 1

---

1 Vgl. Schmid Niklaus, Zur Frage der Abgrenzung der Veruntreuung zur ungetreuen Geschäftsführung, SJZ 68, 117.

2 Vgl. Stratenwerth I, S. 261 u. Schwander S. 364.

StGB). Auch Abs. 2 Ziff. 1 von Art. 140 StGB, wonach der Täter (zivilrechtlich gesehen) Eigentümer des Gutes sein muss – nicht aber wirtschaftlich –, scheidet aus. Entweder ist der Insider wirtschaftlicher und juristischer Eigentümer der Effekten (was in der Regel zutrifft) oder aber er verwaltet diese, (z.B. als Bankier) und dann ist er aber nur Besitzer. In beiden Fällen fehlt ihm die in Abs. 2 geforderte Tätereigenschaft.

Im Zusammenhang mit der Verletzung des Geschäftsgeheimnisses könnte man allerdings auf den Gedanken kommen, die Insider-Information als anvertrautes Gut zu betrachten. Der Insider würde demnach Veruntreuung im Sinne von Art. 140 Ziff. 1 Abs. 2 StGB begehen, indem er die Geschäftsgeheimnisse, welche ihm, z.B. als Verwaltungsratsmitglied, anvertraut wurden, durch eine Insider-Transaktion zu seinem Nutzen und nicht zu dem der Gesellschaft verwendet. In zweifacher Hinsicht scheint mir aber eine derartige Subsumtion zum vorneherein unrichtig zu sein: 1. Die h.M. nimmt als Tatobjekt in Abs. 2 nur vertretbare Sachen an[3], entsprechend dem französischen Gesetzestext, der von "chose fongible" spricht. Unter "Gut" versteht man in diesem Zusammenhang nur materielle Güter. 2. Art. 140 StGB will den Entzug von anvertrauten Sachen, materiellen Gütern und Vermögen bestrafen. Der Schaden tritt dadurch ein, dass der Eigentümer eines Vermögenswertes nach der Tat nicht mehr über diesen verfügen kann. Durch die Verwendung der Insider-Information zu eigenen Zwecken ist der Geheimnisherr, nämlich die Gesellschaft, aber nach wie vor im Besitze der Geheimnisse, was in diesem Fall auch freie Verfügbarkeit bedeutet.

Es widerspräche folglich dem Zweck der Strafnorm von Art. 140 StGB, würde man die Insider der Veruntreuung unterstellen.

---

3 BGE 90 IV 190; Germann zu Art. 140, S. 241.

III. Tatbestand der ungetreuen Geschäftsführung

1. Die Elemente der ungetreuen Geschäftsführung

Der ungetreuen Geschäftsführung macht sich schuldig, wer jemanden vorsätzlich schädigt, dessen Vermögensinteressen er auf Grund von Gesetz oder Vertrag zu wahren hat. Täter kann nur sein, wer in einem Treueverhältnis zum geschädigten Opfer steht. Aus dem Randtitel von Art. 159 StGB geht hervor, dass das Delikt im Zusammenhang mit der Erledigung fremder Geschäfte stehen muss[4]. Dabei gilt aber nicht schon als Geschäftsführer, wer in untergeordneter Stellung arbeitet. Es muss sich vielmehr um Personen handeln, die eine wichtige, verantwortungsvolle und kompetente Funktion auszuüben haben, wie z. B. Direktoren, Prokuristen etc.[5].

Im weiteren ist eine Vermögensschädigung erforderlich. Es muss sich dabei um das Vermögen handeln, wofür der Delinquent zu sorgen hatte. Das Bundesgericht nimmt bei der ungetreuen Geschäftsführung (im Gegensatz zum Betrug) einen ziemlich erweiterten Vermögensbegriff an. In Anlehnung an den französischen Text, der von "intérêts pécuniaires" spricht, versteht es darunter alle Vermögensinteressen[6]. So schützte es z. B. in BGE 80 IV 249 Vermögensschäden, welche aus dem Nichtabschliessen gewinnbringender Verträge entstand und in BGE 81 IV 278 bestätigte das Gericht eine Verurteilung wegen ungetreuer Geschäftsführung, begangen durch anderweitige Verwendung von Betriebsmaterial und Arbeitskräften[7].

---

4 BGE 80 IV 246.

5 BGE 86 IV 14, 95 IV 66.

6 BGE 80 IV 249; vgl. auch Stratenwerth I, S. 260.

7 Vgl. Schwander, S. 363.

Die herrschende Meinung geht allerdings dahin, die Anwendung von Art. 159 StGB eher einschränkend zu gebrauchen. Jeder Geschäftsherr soll mit einem gewissen Verlustrisiko rechnen müssen, sodass nicht jedes negative Geschäftsergebnis bereits dem Geschäftsführer angelastet werden könne[8].

2. Anwendung auf Insider-Missbräuche

Analysiert man die vorstehenden Rechtserörterungen auf unser Thema, so ergeben sich folgende Schlüsse:

a) Insider als Geschäftsführer

Wir gehen wiederum vom "Normalfall" aus, d. h. wir betrachten den Fall, wo interne Insider, vornehmlich Direktoren und Verwaltungsratsmitglieder, die neben den Grossaktionären[9] am ehesten zu Vorausinformationen gelangen, ihren Informationsvorsprung für eigene Aktientransaktionen verwenden.

Als Personen in leitender Stellung erfüllen die Insider die von der Praxis vorausgesetzten Eigenschaften des Geschäftsführers im Sinne von Art. 159 StGB[10]. Nach Schwander[11] muss der Täter in seiner Stellung als Geschäftsführer gehandelt haben. Solches kann man vom Insider nicht behaupten, da er die Transaktionen auf rein privater Basis durchführt.

---

8 Steiner E., Zum Begriff der "ungetreuen Geschäftsführung" (Art. 159), SJZ 50 (1954), S. 104; vgl. ferner Ostertag, Zum Begriff der Untreue, SJZ 35 (1939), S. 289 ff. und Stratenwerth I, S. 259.

9 Diese Kategorie von Insidern scheidet für die folgenden Erörterungen aus, da sie keine gesetzlichen oder vertraglichen Bindungen zur Gesellschaft besitzen.

10 Vgl. BGE 81 IV 279, 97 IV 13 u. 95 IV 66; ferner Schultz Hans, Allgemeine Aspekte der Wirtschaftskriminalität, Zürich 1971, S. 22: "Sie besitzen genau die Vertrauensstellung und die Verfügungsmacht, welche das Gesetz voraussetzt."

11 Schwander, S. 364.

Jedoch besteht m. E. auf Grund des Gesetzestextes keine Veranlassung zu dieser engen Auslegung. Auch eine gebotene und nicht befolgte Unterlassung, wie beim Insiderhandel, kann ungetreue Geschäftsführung bedeuten, wenn sie auf der einen Seite nur zum eigenen Vorteil, auf der anderen Seite aber zum Schaden des Geschäftsherrn gereicht[12].

b) Vermögensfürsorgepflicht des Insiders

Inbezug auf die Tathandlung lässt sich dem Wortlaut von Art. 159 StGB ("Wer jemanden am Vermögen schädigt ...") nicht allzu viel Konkretes entnehmen. Auf welche Art und Weise die Schädigung geschehen soll, darüber schweigt sich der Gesetzestext aus. Nach der herrschenden Meinung kommt es nur darauf an, ob "das schädigende Tun oder Unterlassen den gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten widerspricht"[13]. Die Tathandlung hängt folglich vom Umfang der Pflicht zur Vermögensfürsorge ab. Dieser Pflichtenkreis ergibt sich für den Insider einmal aus dem Vertragsverhältnis mit seiner Gesellschaft und aus den Bestimmungen des Aktienrechts (insbes. Art. 717, 722 und 754 OR). "Grundsätzlich muss jede für ein Unternehmen in irgendwelcher Kapazität tätige Person ausschliesslich im Interesse der Gesellschaft handeln und darf nichts tun, das nicht zum Vorteil des Unternehmens gereicht. Das schliesst in sich, dass Kenntnisse, die der Insider in Ausübung seiner Funktion oder dank seiner Position in der Gesellschaft erlangt hat, nur im Interesse des Unternehmens und nie zum Nachteil der Gesellschaft verwendet werden dürfen"[14].

---

12 Vgl. BGE 80 IV 243, wo die Täter gewinnbringende Geschäfte für ihr eigenes Konkurrenzunternehmen statt für den Geschäftsherrn abschlossen und deshalb wegen ungetreuer Geschäftsführung verurteilt wurden.

13 BGE 80 IV 247.

14 Herschsohn H., Zum Handel mit Aktien seitens Mitglieder der Verwaltung, SAG 1972, S. 177.

Daneben sind aber auch noch die Normen des Auftragsrechts zur Abklärung der Sorgfaltspflicht eines geschäftsführenden Organs eines Unternehmens beizuziehen[15]. So wurde in einem Entscheid des Baselstädtischen Strafgerichts für einen ähnlichen Sachverhalt ebenfalls das Auftragsrecht zu Hilfe genommen: "X und Y erwirkten als zeichnungsberechtigte Vorstandsmitglieder (Präsident und Kassier) einer Wohngenossenschaft von den an den Bauten der Genossenschaft beschäftigten Firmen persönliche 'Sondervergütungen' (Rabatte, Provisionen, stille Abgebote, Schmiergelder), die sie in den eigenen Sack steckten. Ein direkter Vermögensschaden der Wohngenossenschaft (höhere Preise oder Verwendung schlechteren Materials) liess sich nicht nachweisen"[16]. Die beiden Vorstandsmitglieder wurden wegen ungetreuer Geschäftsführung verurteilt.

Dieser Sachverhalt weist eine gewisse Parallelität zu unserem Problem auf, handelt es sich doch ebenfalls um die Ausnützung einer Vertrauensstellung[17]. Zudem kann man auch bei den Insider-Fällen keinen direkten Schaden für die Gesellschaft nachweisen[18]. Allerdings ist zu bemerken, dass ein nicht zu übersehender Unterschied insofern besteht, als die obgenannten Vorstandsmitglieder der Wohngenossenschaft ihre "Sondervergütungen" im Zusammenhang mit der Besorgung von Geschäften der Genossenschaft erlangten, während ein Insider unabhängig von seiner Tätig-

---

15 Vgl. Gerhard F., Geschäftsführung in fremdem Interesse, Diss. Basel 1927, S. 4 ff.; Bürgi, Komm. zu Art. 708 N 13 ff.; Zellweger H. J., Haftungsbeschränkung und Solidarhaftung im Verantwortlichkeitsrecht der AG, Diss. Bern 1972, S. 36.

16 Zit. aus SJZ 50 (1954), S. 227.

17 Hopt-Will, S. 114 n. 93 weisen in diesem Zusammenhang auf die deutsche "Schmiergeld-Rechtsprechung" hin. Danach sei herauszugeben, auch wenn der Auftraggeber an sich kein Recht auf die Einnahme habe. Denn Schmiergelder werden nicht nur anlässlich der Tätigkeit des Beauftragten hingegeben, und die Interessen des Auftraggebers gerieten in Gefahr, wenn der Beauftragte solche Schmiergelder annehmen und behalten dürfte.

18 Vgl. unten S. 112.

keit in der Gesellschaft Gewinne einstreichen kann. Wie schon oben[19] dargelegt, bedeutet aber m. E. dieser Umstand kein Hindernis für die Anwendung der ungetreuen Geschäftsführung.

Das Urteil des oben erwähnten Basler Entscheides stützt sich u. a. auf die in Art. 398 Abs. 2 OR statuierte Haftung des Beauftragten "für getreue und sorgfältige Ausführung des ihm übertragenen Geschäfts" und auf das von der Doktrin daraus abgeleitete strikte Verbot der Verfolgung des eigenen Vorteils[20].

Ausserdem ist der Beauftragte auf Grund der Bestimmungen des Auftragsrechts verpflichtet, alle Zuwendungen (z. B. Sondervergütungen, stille Abgebote etc.), die er im Zusammenhang mit der Geschäftsführung erhalten hat, dem Dominus abzuliefern. Dieser Grundsatz folgt nach der herrschenden Doktrin aus Art. 400 OR, wo bestimmt ist, dass der Beauftragte alles, was ihm infolge der Geschäftsführung "aus irgend einem Grunde zugekommen ist, zu erstatten" habe[21].

Aus diesen Regeln des Auftragsrechts ist die in Art. 159 StGB verlangte Vermögensfürsorgepflicht für die geschäftsführenden Vorstandsmitglieder

---

19 Siehe oben S. 108.

20 Vgl. Oser/Schönenberger, 2. Aufl., N. 4 zu Art. 398 OR.

21 In einem unveröffentlichten Entscheid vom 14. 6. 1968 hat der Kassationshof des Bundesgerichts allerdings in einem ähnlichen Fall ungetreue Geschäftsführung nach Art. 159 StGB verneint: Ein Präsident einer Wohnbaugenossenschaft tätigte in deren Auftrag einen Grundstückkauf. Nach Abschluss des Vertrages erhielt dieser vom Verkäufer des Grundstückes für sich persönlich einen Betrag in der Höhe von Fr. 10'000, welchen er in der Folge nicht an die Genossenschaft abgeliefert hatte. In der Begründung führte der Kassationshof aus, dass es sich dabei um eine Schenkung und nicht um eine Bestechung handle, und dass, wie die Vorinstanz festgestellt habe, diese Zuwendung den im Vertrag vereinbarten Bodenpreis nicht beeinflusst habe. Das Geschäft wäre ohnehin getätigt worden und zu denselben Bedingungen. Von einer Ausnützung der Vertrauensstellung kann hier nicht die Rede sein. Hier liegt aber der Unterschied zum oben zitierten Basler Entscheid, wo die Schmiergelder direkt kausal für den Abschluss der Verträge waren, d. h. die Vorstandsmitglieder haben sich durch die Zuwendungen beeinflussen lassen, was eben bei Art. 159 StGB die Strafbarkeit begründet.

einer Genossenschaft abzuleiten. Auch der Insider erlangt seinen meist an der Börse realisierten Gewinn nur dank seiner geschäftsführenden Stellung in der Gesellschaft. Der nach Art. 400 OR eventuell an die Gesellschaft herauszugebende Insidergewinn bedeutet indessen keine Vermögensschädigung derselben im Sinne von Art. 159 StGB. Der vom Insider erzielte Gewinn wäre nämlich bei Unterlassung der Transaktion durch den Insider gar nicht der Gesellschaft zugute gekommen. Eine Aktiengesellschaft ist in der Regel nicht befugt, selber mit eigenen Aktien zu handeln (Art. 659 OR). Infolgedessen ist sie auch nicht in der Lage, einen Informationsvorsprung zu verwerten.

Inwiefern aber der Gesellschaft durch ein Insider-Geschäft trotzdem Schaden entstehen kann, soll Gegenstand des nun Folgenden sein.

c) Vermögensschädigung nach Art. 159 StGB

Das Gesetz verlangt zur Erfüllung des Tatbestands der ungetreuen Geschäftsführung die Schädigung des Vermögens des Geschäftsherrn, also des Treugebers. In unserem Fall kann damit nur das Vermögen der Gesellschaft gemeint sein und nicht etwa dasjenige des Outsiders[22]. Denn für dieses besteht für den Insider keine gesetzliche Fürsorgepflicht. Der Insider schädigt aber durch seine missbräuchlichen Effektentransaktionen in erster Linie seine Gegenkontrahenten, die sogenannten Outsider. Dieser Schaden, welcher ziffernmässig dem Gewinn des Insiders entsprechen kann, ist und kann nicht Gegenstand der ungetreuen Geschäftsführung sein, da es sich nicht um anvertrautes Vermögen handelt[23].

---

22 Nach h.M. muss es sich in jedem Fall um f r e m d e s Vermögen handeln. Stratenwerth, S. 260 führt dazu aus: "Dabei hat das BGer das Vermögen einer Gesellschaft als fremdes behandelt (BGE 97 IV 16 f.), auch im Verhältnis zum geschäftsführenden Organ dieser Gesellschaft, ja selbst im Verhältnis zum Alleinaktionär bei einer Einmanngesellschaft (BGE 85 IV 231) ..."

23 Ausser natürlich in Fällen, wo der Insider gleichzeitig z.B. Vermögensverwalter oder Bankdirektor ist und als solcher Aktien zu verwalten hat, wie in dem von Schmid Niklaus, Die strafrechtliche

Die Frage ist nun, ob der Gesellschaft durch Insiderhandel tatsächlich ein Schaden am Vermögen entsteht. Ueber dieses Kernproblem herrscht in der Literatur durchaus nicht Einigkeit.

Ein direkter Schaden entsteht zweifelsohne nicht. Zu denken wäre höchstens an einen indirekten, zukünftigen Vermögensschaden, also an eine Gefährdung des Vermögens. Eine solche sieht Rümker[24] z.B. in der Beeinträchtigung des Emissionskredites: "Beabsichtigt eine Gesellschaft eine Kapitalerhöhung durchzuführen und erweist sich dies zu dem vorgesehenen Zeitpunkt nach Auffassung des Bankenkonsortiums als undurchführbar, weil der Ruf der Gesellschaft durch bekanntgewordene gravierende Verstösse von Vorstandsmitgliedern gegen die (Insider-)Richtlinien zu sehr beeinträchtigt ist, so kann die Gesellschaft dadurch erheblich geschädigt werden. Die Mitglieder des Vorstands hätten in diesem Fall der Gesellschaft den durch die Verschiebung der Kapitalerhöhung auf einen späteren Zeitpunkt entstehenden Schaden zu ersetzen (z.B. niedrigerer Ausgabekurs der jungen Aktien zum späteren Zeitpunkt wegen Verschlechterung der Börsensituation, vergeblich aufgewendete Vorbereitungskosten für die Kapitalerhöhung, Verluste infolge zwischenzeitlich unterbliebener Investitionen mangels anderweitiger Finanzierungsmöglichkeiten)."

Andere Autoren sind der Ueberzeugung, dass infolge Insider-Geschäfte die Vermögensinteressen der Gesellschaft nicht berührt würden. Nach Will[25] herrscht die eigenartige Situation, dass die Gesellschaft einen Anspruch und keinen Schaden, der Outsider aber den Schaden und keinen

---

Verantwortlichkeit für Wirtschaftsdelikte im Tätigkeitsbereich der AG, SAG 3/1974, S. 119, zitierten Beispiel.

24 Rümker Dietrich, Zur Auslegung der Insider-Richtlinien, Der Betriebs-Berater 27 (1972), S. 1211.

25 Will Michael, Anlegerschutz durch Insiderhandels-Richtlinien?, NJW 1973, Heft 15, S. 645.

Anspruch habe[26]. Wie auch immer diese Frage beantwortet wird, eines ist sicher: der Nachweis einer Schädigung auf Seiten der Gesellschaft bedeutet eine praktisch unüberwindbare Schwierigkeit, und solange dieses notwendige Tatbestandsmerkmal fehlt, kann kein Insider wegen ungetreuer Geschäftsführung bestraft werden.

---

26 Vgl. auch Aharon Yoran, Insider Trading in Israel and England, 7 Israel L. Rev. 1972, S. 215; Schwark Eberhard, Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, Der Betrieb, 1971, Heft 34, S. 1606; Klainguti, S. 69.

§ 15 INSIDER-MISSBRAUCH ALS BETRUG (Art. 148 StGB)

I. Vorbemerkung

Hatten sich die bis dahin besprochenen Straftatbestände ausschliesslich auf die Verletzung von Rechtsgütern der Gesellschaft bezogen, zielt der Betrug im Sinne von Art. 148 StGB und auf unseren Fall bezogen auf die Beeinträchtigung der Vermögensinteressen der Outsider hin.

Das Verwerfliche an den missbräuchlichen Insidergeschäften ist, dass die Vertragspartner der Insider, eben die Outsider, zum Teil sehr hohe Verluste einstecken müssen. Solche Einbussen haben jedoch nichts zu tun mit dem üblichen Börsenrisiko, welches ein jeder, der sich auf das Parkett des Effektenhandels begibt, in Kauf nehmen muss. Eines steht fest: die Hauptgeschädigten sind immer die ahnungslosen Outsider. Sie sind es deshalb auch, die in erster Linie den Schutz des Gesetzes verdienen. Auf Grund dieser Tatsache hätte es sich gerechtfertigt, den Gegenstand der vorliegenden Arbeit von dieser Seite anzugehen, und den Betrug an den Anfang des strafrechtlichen Teils zu setzen. Man muss jedoch bei genauer Prüfung bald einmal feststellen, dass dieser Tatbestand des Strafrechts – um es vorweg zu nehmen – keinen Schutz für die geprellten Outsider bietet. Ausgenommen sind höchstens ganz besonders gelagerte Extremfälle, wie z. B., wenn Wertpapiere durch ein aussergewöhnliches Ereignis plötzlich zu Nonvaleurs werden. Selbst bei einem solchen Spezialfall dürften sich aber etliche Schwierigkeiten bei der strafrechtlichen Verfolgung ergeben.

Im Folgenden gehen wir aber wiederum vom sogenannten Normalfall aus. Vergleicht man das hohe Strafmass des Art. 148 StGB (Zuchthaus bis zu fünf Jahren oder Gefängnis) mit dem Unrechtsgehalt des Insider-Missbrauchs, so muss man schon auf Grund des natürlichen Rechtsempfindens eine Qualifizierung als Betrug verneinen. Zwar fühlt sich derjenige Börsenkunde, der nachträglich durch die Presse von der Insider-Information

Kenntnis erhält und die darauffolgenden Kursausschläge beobachten muss, zweifellos betrogen. Da es jedoch offensichtlich ist, dass der Insider-Sachverhalt wichtiger Tatbestandsmerkmale des Art. 14b StGB entbehrt, wollen wir uns im Folgenden mit einigen kurzen Bemerkungen über die Betrugsvorschrift des schweizerischen Strafgesetzbuches im Zusammenhang mit Insider-Geschäften begnügen.

II. Tatbestandsmerkmale des Betruges

Betrug im Sinne von Art. 148 StGB setzt eine in Bereicherungsabsicht erfolgte vorsätzliche Vermögensschädigung durch arglistige Täuschung oder arglistige Ausnützung eines Irrtums voraus. Der Täter erweckt beim Opfer durch die Täuschung einen Irrtum, oder aber er nützt einen bereits bestehenden aus. Auf Grund des Irrtums trifft der Getäuschte eine Vermögensdisposition, die ihn oder einen Dritten am Vermögen schädigt.

Zwischen Täuschung, Irrtum, Vermögensdisposition und Schaden muss immer ein Kausalzusammenhang bestehen. Sowohl die Täuschung als auch die rechtswidrige Ausnutzung des Irrtums sind nur strafbar, wenn der Täter arglistig gehandelt hat[1].

Als subjektive Tatbestandsmerkmale müssen Vorsatz und Bereicherungsabsicht vorhanden sein.

1. Die Täuschung des Insiders

Das vom Gesetz verlangte objektive Tatbestandsmerkmal der arglistigen Täuschung erfüllt der Insider durch den Abschluss seines gewinnbringenden Effektengeschäfts nicht. Allerdings gelingt es ihm durch die Unter-

1 Vgl. Schwander, S. 351.

drückung von kursbeeinflussenden Tatsachen einen Irrtum beim Outsider auszunützen, indem er die Kenntnis über die Zukunftsaussichten der gehandelten Papiere für sich behält. Sein Börsenpartner ist im Irrtum über den Wert des erworbenen oder verkauften Papiers, weil er nämlich davon ausgeht, der von ihm bezahlte oder verlangte Preis entspreche mehr oder weniger dem effektiven Wert.

Wir werden jedoch zeigen, dass es sich bei den vom Insider verschwiegenen Tatsachen nicht um rechtlich relevante handelt (a), dass es an einer Aufklärungspflicht seitens des Insiders fehlt (b), und dass das Verhalten nicht als arglistig im Sinne des Gesetzes bezeichnet werden kann (c).

In zwei weiteren Abschnitten soll auf die Schwierigkeiten, die sich beim Nachweis der Vermögensschädigung (d) und des Kausalzusammenhanges ergeben, hingewiesen werden. Von der Behandlung der subjektiven Tatbestandselemente (Vorsatz und Bereicherungsabsicht) wollen wir absehen. Eine Bereicherungsabsicht ist beim Insiderhandel naturgemäss immer vorhanden. Was den Vorsatz anbelangt, vgl. die vorne besprochenen Tatbestände.

2. Zukünftige Tatsachen

Den Tatsachen, die der Insider verschweigt, haftet immer eine gewisse Unsicherheit an. Es handelt sich stets um Ereignisse der Zukunft. Mögen diese für den Insider noch so sicher und gewinnbringend erscheinen, für das Gesetz sind es nur zukünftige, ungewisse Fakten, die der Richter dementsprechend zu würdigen hat. So gelten als Tatsachen im Sinne von Art. 148 StGB nur Ereignisse und Zustände der Vergangenheit oder der Gegenwart, nicht aber der Zukunft. Sie müssen objektiv feststehen und dürfen sich nicht einfach auf Zukunftsaussichten beziehen[2].

---

2 Vgl. Schwander, S. 350; BGE 89 IV 74.

Andererseits kann es Fälle geben, wo sich ein Insider auf ein zukünftiges Ereignis stützt, das mit Sicherheit eintreten wird, wenn z.B. die Einzelheiten einer Umtauschofferte bereits eine beschlossene Sache sind. Dann allerdings muss die verschwiegene Tatsache den oben erwähnten Ereignissen und Zuständen der Vergangenheit oder der Gegenwart gleichgestellt werden.

3. Aufklärungspflicht des Insiders und Publizitätsanspruch der Aktionäre

Betrug durch Schweigen ist an sich möglich, jedoch nur unter der Voraussetzung, dass eine rechtliche Pflicht zur Aufklärung besteht[3]. Im allgemeinen wird eine solche Pflicht bei Kaufgeschäften verneint[4]. Dasselbe gilt also primär auch bei Aktientransaktionen.

Wie steht es aber mit dem Publizitätsanspruch des Aktionärs? Wirz[5] leitet diesen von den Mitgliedschaftsrechten der Aktionäre ab. Als wichtigster Inhalt des Publizitätsanspruchs bezeichnet er die Lieferung von Informationen, "die ihm (dem Aktionär) ein sachliches Urteil über den Wert seiner Beteiligung ermöglichen"[6]. Gerade das ist es, was der Insider unterlässt. Ob er aber deswegen den objektiven Tatbestand von Art. 148 StGB erfüllt, wage ich zu bezweifeln, denn m.E. reichen einfache vertragliche Pflichten, die sich zudem nur auf dem Umweg über den vagen Begriff der Mitgliedschaftsrechte ableiten lassen, nicht aus, um das Schweigen des Insiders als Betrug zu qualifizieren[7]. Ferner bedeutet eine individuelle Aufklärung seitens des Insiders noch lange keine Veröffentlichung, wie es die Forderung nach Publizität verlangt. In ge-

---

3 So auch Stratenwerth, S. 215 und Schwander, S. 351.

4 Vgl. Germann, Das Verbrechen im neuen Strafrecht, S. 276.

5 Wirz, S. 56.

6 Wirz, S. 57.

7 Gleicher Meinung Stratenwerth, S. 216 f.

wissen Fällen ist es dem Insider sogar verboten, seinen Gegenkontrahenten zu informieren, ansonsten er Gefahr läuft, wegen Verletzung eines Geschäfts- oder Betriebsgeheimnisses (Art. 162 StGB) bestraft zu werden.

Wenn man aber schon von einem Anspruch auf Publizität spricht – und ein solcher besteht bestimmt zu Recht –, so gebührt er allen Aktionären zusammen und möglichst gleichzeitig. Mit anderen Worten obliegt die Erfüllung der Publizitätspflicht der Gesellschaft und nicht dem einzelnen Insider. Sie soll es auch sein, die ihre Aktionäre durch geeignete Mittel der Veröffentlichung so gleichzeitig und so rasch als möglich informiert[8]. Im amerikanischen Recht wird bei der Rule 10b-5, der Bestimmung über den Betrug, eine Pflicht zur Aufklärung seitens des Insiders auf Grund des common law angenommen[9]. "Die Pflicht zur Aufklärung fliesst aus der Schutzbedürftigkeit uninformierter Minderheitsaktionäre vor unfairer Uebervorteilung durch den Insider, der seine bevorzugte Stellung missbraucht ... Einige Gerichte haben dies eine treuhänderische Pflicht genannt, während andere darin eine Pflicht sehen, die sich aus den 'besonderen Umständen' ergibt"[10].

Hierzulande scheint man noch ziemlich weit entfernt von solcher Rechtsprechung zu sein. Nur vereinzelt trifft man in der Literatur Stellen, die eine entsprechende rechtliche Behandlung auch in der Schweiz verlangen[11].

---

8 Eine Verletzung der Publizitätspflicht könnte aber Gegenstand einer zivilrechtlichen Verantwortlichkeitsklage im Sinne von Art. 754 OR darstellen; z. B. wegen nicht rechtzeitiger Orientierung der Aktionäre. Vgl. zu dieser Problematik Speck Kurt, Der Kleinaktionär ist zu wenig geschützt, in SHZ Nr. 46 v. 13. 11. 1975; ferner die Diss. von Meier-Wehrli Jörg.

9 Siehe vorne S. 11 ff.

10 Klainguti, S. 107.

11 So z. B. Wirz, S. 58.

4. Merkmal der Arglist

Nach Germann[12] erfordert das Merkmal der Arglist beim Betrug einen qualifizierten Täuschungsvorsatz. Um zu seinem Gewinn zu gelangen, muss der Insider überhaupt keinen Trick anwenden. Es wäre deshalb verfehlt, dem Insider arglistiges Handeln anzulasten[13]. Unser Recht steht bekanntlich inbezug auf den strafrechtlichen Betrug zwischen der französischen Doktrin, welche sehr hohe Anforderungen an die Qualifizierung des Betruges stellt, und der deutschen, die bereits eine einfache Täuschung genügen lässt[14]. Danach wird z. B. eine einfache Lüge oder das Verschweigen von Tatsachen gegenüber erfahrenen Geschäftsleuten in der bundesgerichtlichen Rechtsprechung nicht als arglistig bezeichnet[15]. Personen, die sich an der Börse betätigen, verfügen in der Regel über entsprechende Erfahrungen und sind sich auch bewusst, dass der Handel mit Wertpapieren stets mit Verlustrisiken verbunden ist. Das will allerdings nicht besagen, dass Insidergeschäfte zum vorneherein gerechtfertigt seien. Jedoch stellt ein Verschweigen von Insider-Informationen kein arglistiges Handeln im Sinne des Gesetzes dar, und eine Klage des geschädigten Outsiders wegen Betruges hätte somit kaum Aussicht auf Erfolg.

5. Vermögensschädigung

Ferner muss auf eine weitere Schwierigkeit in der Subsumtion des Insiderverhaltens als Betrug hingewiesen werden[16]. Das Delikt verlangt

---

12 Germann O., 10 Jahre Schweiz. Strafgesetzbuch, ZStrR 1952, S. 20 f.

13 Gleicher Meinung auch Forstmoser, S. 136, der auf die einschlägige Literatur hinweist, wo die Erwähnung von Möglichkeiten, StGB 148 auf das Handeln von Insidern anzuwenden, fehle.

14 Schwander, S. 351 f.

15 BGE 89 IV 76 f.

16 So schon Hans Schultz, der im Nachweis der Vermögensschädigung sogar die grösste Schwierigkeit bei der Qualifizierung des Insiderhandels als Betrug sieht.

eine Vermögensschädigung. Beim Schaden, den der Outsider erleidet, handelt es sich um einen mittelbaren, zukünftigen Schaden in der Art eines entgangenen Gewinnes. Im Moment der Insider-Transaktion liegt keine eigentliche Schädigung des Vermögens vor. Wohl besteht eine Differenz zwischen dem bezahlten oder erhaltenen Preis und dem effektiven, inneren Wert des Insider-Papiers. Diese Differenz wäre jedoch auch ohne die Teilnahme des Insiders eingetreten, da der Outsider nicht auf Grund einer spezifischen Offerte eines Insiders gehandelt hat. Sein Entschluss zum Kauf oder Verkauf von bestimmten Wertpapieren gründet auf irgendwelchen anderen Faktoren. In der Regel weiss er ja eben gerade nichts von einem bevorstehenden und kursbeeinflussenden Ereignis. Er hätte also sowieso gehandelt. Folglich ist der Outsider "lediglich" um eine Gewinnchance gebracht worden oder aber – beim Insider-Kauf – um die Möglichkeit, einen Verlust abzuwenden. Der Schaden besteht nicht in einem wirklich erlittenen Verlust, sondern in der entgangenen (zukünftigen) Möglichkeit, Gewinn zu erstreben (beim Verkauf) bzw. Verlust abzuwenden (beim Kauf). In beiden Fällen handelt es sich um zukünftigen Schaden, welcher aus den oben dargelegten Gründen auch ohne Dazwischentreten eines Insiders nicht zu vermeiden gewesen wäre. Lucrum cessans vermag aber nur dann einen Vermögensschaden im Sinne des Betrugtatbestandes zu bilden, "wenn der Gewinn ohne das täuschende Verhalten des Betrügers mit einer an Sicherheit grenzenden Wahrscheinlichkeit eingetreten wäre"[17,18].

Ueberdies wäre eine genaue Berechnung der Höhe des Schadens infolge der verschiedenartigen Beeinflussung bei der Preisbildung an der Börse praktisch unmöglich. Infolge Insidergeschäfte bewegen sich die Kurse meist unregelmässig. Der Insider selbst kann die Kursentwicklung nicht

---

17 Ardinay Henri, Der Betrug nach dem Schweiz. Strafgesetzbuch, ZStrR 1970 (Bd. 86), S. 243; BGE 87 IV 11; vgl. auch Guhl/Merz/Kummer, S. 86.

18 Anders würde es sich verhalten, wenn der eingetretene Kurseffekt und der dadurch entstehende Schaden auf einer Manipulation im Sinne des Börsengesetzes beruhte.

präzis voraussehen. Er hofft nur auf für ihn günstige Tendenzen. Ausserdem spielen mehrere unberechenbare Faktoren bei der Kursbildung mit, wie allgemeine Hausse- oder Baissetendenzen. Auch können weitere Insider durch rege Tätigkeit im Effektenhandel (bei denselben Papieren) eine Beeinflussung des Kurses bewirken. Unter all diesen Umständen wird es oft für den betroffenen Outsider unmöglich sein, den Vermögensschaden im Einzelfall zu berechnen oder gar zu beweisen. Da aber die Schädigung eine strafbegründende Tatsache darstellt, wird eine Verurteilung eines Insiders wegen Betruges insbesondere am Nachweis der Vermögensschädigung scheitern[19].

6. Kausalzusammenhang

Eine offene Frage bleibt ferner, ob es dem Outsider gelinge, einen lückenlosen Kausalzusammenhang zwischen dem Verhalten des Insiders und seinem Vermögensschaden nachzuweisen. Besonders problematisch wird es dann, wenn es sich um ein an der Börse abgewickeltes Geschäft handelt. Hier kann der Insider einwenden, dass der Partner das Wertpapiergeschäft auf jeden Fall an der Börse abgeschlossen hätte, also nicht auf Grund eines speziellen Angebots, und dass damit sein Verhalten nicht kausal sei für den Schaden des Outsiders[20]. Zwar kann die natürliche Kausalität des Verhaltens des Insiders für das tatsächlich abgeschlossene Geschäft als das schadenstiftende Ereignis nicht bezweifelt werden. Aber damit ist die Tatsache nicht aus der Welt geschafft, dass

---

19 Auf eine weitere Schwierigkeit beim Nachweis der Vermögensschädigung weist Rümker Dietrich, Zur Auslegung der Insider-Richtlinien, Der Betriebs-Berater, 1972, S. 1208, hin: "Ein Schaden wird vielfach dann kaum feststellbar sein, wenn die Insider-Geschäfte über einen längeren Zeitraum unter weitgehender Marktschonung abgewickelt wurden."

20 Dieser Einwand hängt mit dem Umstand zusammen, dass die Insider am Marktspiel der Börse teilnehmen, das unabhängig von ihrer Mitwirkung stattfindet, und dass sie bei ihren Transaktionen die Unkenntnis aller Marktteilnehmer ausnützen.

der Partner sonst das Wertpapierumsatzgeschäft auf jeden Fall mit einem anderen an der Börse abgeschlossen hätte. Die Berücksichtigung dieser "hypothetischen Kausalität" ist hier unabweisbar[21]. Im Zusammenhang mit der Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen im Gefolge des oben erwähnten Texas Gulf Sulphur-Falles bemerkt Jennings zutreffend, dass es einen ungeheuren Glücksfall für die Aktionäre bedeute, zufällig an einen Insider verkauft zu haben[22].

Natürlich gilt der Einwand in allen Fällen nicht, in denen der Insider seine Partner erst zu dem Wertpapiergeschäft veranlasst, etwa durch persönliche Verhandlungen, wo er ihnen die Papiere sozusagen aufschwatzt oder abschwatzt, oder möglicherweise auch in den Fällen, in denen er zum Geschäftsanreiz bestimmte Kursmanipulationen vornimmt. Dies sind jedoch besondere Umstände, die wir nicht behandeln wollen, weil sie die Problematik der durchschnittlichen Fallgestaltung, nämlich des anonymen Börsenumsatzgeschäftes, nicht berühren. Hier scheitert in der Regel der lückenlose Kausalitätsbeweis[23].

---

21 Vgl. Horn Norbert, Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, ZHR 136 (1972), S. 391.

22 Jennings R. W., Insider-Geschäfte nach Rule 10(b)5, ZHR 132 (1969), S. 32.

23 Nach Holschbach Ulrich, Haftungsprobleme im Bereich der Insider-Wertpapiergeschäfte, NJW 26 (1973), S. 2008, drängt sich in diesem Zusammenhang eine Parallele zu den "gleichgelagerten" Problemen im Bereich der Produzentenhaftung und der Verantwortlichkeit für Umweltschäden auf: "Hier wie dort kann sich der Geschädigte mit den Schwierigkeiten des Nachweises konfrontiert sehen, dass eine bestimmte Handlung adäquatkausale Bedingung für die Entstehung einer Vermögensschädigung war. Dies gilt besonders dann, wenn der Insider seine Wertpapiergeschäfte unter weitgehender Schonung des Effektenmarktes über einen längeren Zeitraum ausgedehnt hat."

3. Kapitel:

§ 16 DE LEGE FERENDA

I. Allgemein

Vorne haben wir bereits erwähnt, dass die Schweiz bis heute keine spezifischen Insiderregelungen kennt. Ferner haben wir gesehen, dass das geltende Strafrecht keinen ausreichenden Schutz gegen den missbräuchlichen Insiderhandel bietet. Während inbezug auf die verletzten Rechtsgüter der Gesellschaften wenigstens eine theoretische Möglichkeit besteht, gewisse Sachverhalte zu verfolgen, so wird andererseits die Verletzung des Vermögens eines Outsiders überhaupt nicht, oder nur in ganz extrem gelagerten Fällen, strafrechtlich zu verfolgen sein.

Auf dem Gebiete des Zivilrechts treffen wir eine ähnliche Situation an. Die Schwierigkeiten einer Erfassung liegen auch hier – wegen der Besonderheiten der Börsengeschäfte – im Nachweis sowie in der Ermittlung von Insidersachverhalten.

Angesichts dieser Feststellungen und angesichts der immer wieder auftretenden, verwerflichen Missbräuche im Effektenhandel drängt sich daher auch in der Schweiz eine Regelung des Insiderhandels auf. In Ermangelung gerichtlich bewiesener Sachverhalte muss man auf ausländische Erfahrungen und Lösungen greifen. Dabei sind aber die speziellen schweizerischen Verhältnisse zu berücksichtigen. Vor allem müsste eine zukünftige Regelung wirksam und auch praktisch durchführbar sein[1].

Zu Recht stellt Forstmoser[2] fest, dass eine perfektionistische Lösung nicht Leitbild sein kann für die Schweiz.

---

1 Was man leider nicht von allen ausländischen Lösungen behaupten kann. Vgl. die Kritik an der französischen (vorne § 4) und an der deutschen Regelung (vorne § 5).

2 Forstmoser Peter, Wie kann man das Insider-Problem in den Griff bekommen?, SHZ v. 21.3.1974, S. 13.

Dass einer vermehrten Publizität bereits eine eindämmende Wirkung zukommt, wurde verschiedentlich bemerkt[3].

Dem Ausbau der Vorschriften über die Publizitätspflichten im Rahmen des Aktienrechts (zum Schutze der Aktionäre) sowie des Börsenrechts (zum Schutze aller Anleger) gehört deshalb die grösste Aufmerksamkeit, um das Uebel an der Wurzel zu packen. Bei börsenrechtlichen Vorschriften ist aber zu bedenken, dass solche nur im Zusammenhang mit der Schaffung eines eidgenössischen Börsengesetzes ihre volle Wirkung entfalten könnten, ansonsten Umgehungen (Ausweichen auf andere Börsenplätze bzw. Abwicklung von Transaktionen durch ausserkantonale Banken) zu befürchten sind[4].

Sozusagen als ultima ratio wäre auch die Einführung eines eigentlichen Straftatbestandes in Erwägung zu ziehen. Wie bereits erwähnt[5], hatte der Zürcher Regierungsrat kürzlich eine Expertenkommission unter der Leitung von Prof. Dr. P. Forstmoser beauftragt, Bericht zu erstatten u.a. über die von Kantonsrat Dr. Lüchinger, Wettswil a.A., eingereichte Motion betreffend Bekämpfung des missbräuchlichen Insiderhandels. Sowohl der Regierungs- als auch der Kantonsrat gelangten auf Grund des Expertenberichts zum Schluss, dass eine wirksame Bekämpfung nur durch die Schaffung eines Straftatbestandes durch den Gesetzgeber des Bundes erreicht werden könne. Sie gelangten denn auch bereits mit einem entsprechenden Begehren an die zuständigen Departemente in Bern[6].

---

3 So von Klainguti Ernest, Die Regelung des Aktienhandels durch Insider im amerik. Bundesrecht, Bern 1971, S. 139; ferner von Herschsohn, Zum Handel mit Aktien seitens Mitglieder der Verwaltung, SAG 1972, S. 185, und auch von Leibacher Werner, Haben an der Börse wirklich alle die gleichen Chancen?, Tages-Anzeiger v. 22.1.1972, S. 45 f.

4 Vontobel Hans-Dieter, Kritische Betrachtungen zum Recht der schweizerischen Effektenbörsen, Diss. Zürich 1972, S. 152, postuliert die Schaffung eines eidgenössischen Effektenhandelsgesetzes und sieht die Kompetenzgrundlage in Art. 31bis II BV.

5 Siehe § 8, n. 10.

6 Vgl. die vom Reg. rat ergriffenen Massnahmen im Bericht und Antrag des Regierungsrates an den Kantonsrat zur Motion 1229 über den Ausbau der Firmenpublizität und zum Postulat 1563 über missbräuchliche Verwendung von Insider-Informationen v. 13.10.1976 (Nr. 2142, Reg. Rat-Protokoll Zürich).

Als weitere, in Frage kommende Lösungsmöglichkeiten zählt der Bericht auf: – freiwillige vertragliche Vereinbarung der Unternehmen unter sich und mit den potentiellen Insidern, – bundesrechtliche Normen (Aktien- oder Kaufsrecht), – den Weg der Börsenregulierung, etwa durch entsprechende Formulierung der Zulassungsbedingungen, – den Weg über kantonales Verwaltungsrecht. Die Expertenkommission lehnt aber all diese Varianten ab, weil sie entweder nicht praktikabel, nicht durchsetzbar oder nicht wirksam genug seien. Lediglich als flankierende Massnahmen seien sie z. T. geeignet, eine gewisse Wirksamkeit zu entfalten.

II. Ausbau der Publizitätsvorschriften

Ein Ausbau der Publizitätsvorschriften ist erstes Gebot, um Insider-Missbräuche zu verhindern. Durch die Pflicht der Gesellschaften, alle möglichen Informationen, die sich auf den Wert der Effekten positiv oder negativ auswirken, zu veröffentlichen, würde die Möglichkeit, Insidergeschäfte zu tätigen, praktisch ausgeschlossen. Aus verständlichen und legitimen Gründen ist aber eine solche totale Vorschrift den Unternehmen nicht zuzumuten. Die Veröffentlichungen finden ihre Grenzen in der wirtschaftlich bedingten Geheimhaltungssphäre. Ohne Zweifel sind jedoch in der Schweiz die Möglichkeiten vermehrter Firmenpublizität noch nicht ausgeschöpft. So fordert z. B. Herschsohn[7] ein beschleunigtes Bekanntmachungsverfahren bei Verwaltungsratsbeschlüssen und anderen, den Börsenkurs beeinflussenden Ereignissen. Insbesondere sollte bei den Pu-

---

7 Herschsohn, a. a. O., S. 185 f. Ferner schlägt Herschsohn vor, einen oder mehrere Sparaktionäre in die Verwaltung einzuschalten. Dies könne auf Grund von Art. 708 Abs. 5 und 731 Abs. 2 OR ohne Gesetzesänderung erfolgen. Als Beobachter würde somit den Kleinaktionären die Möglichkeit geboten, Informationen über viele interne Verwaltungsverhandlungen, Ereignisse und Beschlüsse zu erlangen. Sie könnten dann auch dafür sorgen, "dass interne, den Börsenkurs beeinflussende Faktoren ohne Verzug allen Aktionären oder der Oeffentlichkeit bekanntgemacht werden."

blizitätsregeln darauf geachtet werden, dass sie sich nicht nur auf die Veröffentlichung formalen und verwirrenden Zahlenwerks beschränken. Vielmehr sollten von den Geschäftsleitungen echte, geschäftlich wesentliche Informationen gefordert werden. Häufigere Berichterstattung (z. B. vierteljährlich, wie in den USA) würden viel dazu beitragen, auch dem Outsider die zur Beurteilung der Aktien erforderliche Transparenz zu vermitteln und damit den Informationsvorsprung zu verringern.

Auch die Kommission Tschopp[8] hat sich mit dem Ausbau der Publizitätsvorschriften befasst. Sie gelangt zum Schluss, dass eine Veröffentlichung des Geschäftsberichts, der Bilanz und der Jahresrechnung von den Aktiengesellschaften nicht gefordert werden dürfe. Kleinere Aktiengesellschaften würden sich durch eine solche Bestimmung unweigerlich genötigt sehen, eine andere Rechtsform zu wählen, z. B. eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, um sich dieser Pflicht zur Publizität zu entziehen. Was die Gesellschaften betrifft, die Wertpapiere an einer Börse kotiert haben, verweist der Kommissionsbericht auf die kantonalen Kotierungsreglemente, die eine Veröffentlichung der Jahresrechnung verlangen[9]. Schliesslich weist der Bericht auch noch auf die Möglichkeit freiwilliger Lösungen hin: "So könnte beispielsweise in die Kotierungsreglemente aller schweizerischen Börsen eine Bestimmung aufgenommen werden, wonach die Jahresrechnung kotierter Gesellschaften bestimmten Mindestanforderungen zu genügen hat"[10].

---

8 Zwischenbericht der Kom. Tschopp zum Vorschlag für eine Teilrevision des Aktienrechts, S. 55. 1964 reichte Nationalrat Muheim ein Postulat ein, wo er den Bundesrat einlädt, Bericht und Antrag zu einer Revision des OR in dem Sinne vorzulegen, dass die AGs zu vermehrter Publizität, insbesondere zur Bekanntgabe ihrer Bilanzen, Jahresrechnungen und Jahresberichte mit einem Mindestmass von Zahlen und Angaben verpflichtet werden.

9 Vgl. § 6 Ziff. 7 des zürcherischen Kotierungsreglements vom 2. 10. 1932 und § 6 Ziff. 6 des baslerischen Kotierungsreglements vom 11. 12. 1944. Dagegen fehlt eine entsprechende Vorschrift im Genfer Börsenreglement.

10 Kommissions-Bericht (v. n. 8) S. 57.

Die berüchtigte Verschlossenheit schweizerischer Kapitalgesellschaften soll also weiterhin sanktioniert bleiben und somit die so unbedingt notwendige Transparenz vor allem auf Seiten der Publikumsgesellschaften ausbleiben.

Es ist leicht einzusehen, dass eine vermehrte Firmenpublizität im Sinne einer verbesserten und schnelleren Berichterstattung die Möglichkeit missbräuchlicher Ausnutzung von Insider-Informationen noch nicht vollkommen auszuschliessen in der Lage ist. Man muss sich daher überlegen, ob und in welcher Form Regelungen geschaffen werden können, die die Verwertung von Insider-Kenntnissen im börslichen und im ausserbörslichen Verkehr verhindern oder zumindest erschweren.

III. Die Frage der Einführung eines Straftatbestandes

1. Ausgestaltung

Ein neu zu schaffender Straftatbestand im Rahmen des schweizerischen Strafgesetzbuches könnte sich nur gegen den Insiderhandel generell wenden. Unter Strafe zu stellen wäre die Ausnutzung nicht allgemein zugänglicher Informationen beim Effektenhandel. Der Kreis der Insider dürfte nicht allzu weit gezogen werden, um nicht die Strafjustiz mit Bagatellfällen zu überhäufen. Ferner wäre eine allfällige Bestimmung als Offizialdelikt auszugestalten, um eine wirksame Verfolgung der nicht leicht zu ermittelnden Täter zu gewährleisten. Den Börsenorganen käme dabei Polizeifunktion zu, indem sie entdeckte Insidervorfälle zu melden hätten. Um auch eine tatsächliche und geeignete Präventivwirkung zu erzielen, müssten als Sanktionen nicht nur Bussen, sondern relativ hohe Freiheitsstrafen angedroht werden.

2. Rechtspolitische Ueberlegungen

Kann man durch die Einführung eines Straftatbestandes den missbräuchlichen Insider-Handel in den Griff bekommen?

Es liegt ausser jedem Zweifel, dass es sich bei den Insidergeschäften auf dem Effektenmarkt um sogenannte Wirtschaftsdelikte handelt. Auf Grund der hierortigen Ausführungen ist es ferner – so meine ich – unbestritten, dass die Insider, die ihre Vertrauensstellung ausnützen, verwerflich handeln und durch ihr Tun ahnungslose Outsider schädigen.

Die Vorteile, die eine neue Strafnorm bringen, sind gewiss nicht gering. Zu erwähnen sind die Präventivwirkung, die Bildung des Unrechtsbewusstseins und die unbedingte Beseitigung des Bankgeheimnisses auf Grund eidgenössischen Rechts.

Andererseits sind die Nachteile beträchtlich. Wir haben es beim Insider-Problem mit einer spezifisch komplizierten Materie zu tun. Die Ausführungen über die ausländischen Regelungen haben gezeigt, dass sich unzählige Abgrenzungsprobleme ergeben. Man darf das Problem nicht isoliert, d.h. nicht nur aus strafrechtlicher Sicht betrachten. Privat- und Strafrecht greifen aufs engste ineinander. Der vorliegende Sachverhalt ist in erster Linie ein Problem des Anlegerschutzes und gehört als solches ins Aktienrecht (Minderheitenschutz). In zweiter Linie wird das richtige Funktionieren der Börse als Voraussetzung für einen wirtschaftlich notwendigen Kapitalmarkt beeinträchtigt. Es stellt sich angesichts dieser Tatsachen die Frage, ob bevor eine zivil- bzw. börsenrechtliche Erfassung des Sachverhalts vorliegt, der Strafrichter angerufen werden soll. M.E. wäre mit der Einführung eines Straftatbestandes das Insider-Problem auch nicht annähernd aus der Welt geschafft. Die komplizierte und recht aufwendige Regelung des amerikanischen Rechts veranschaulicht, dass das Problem zu vielschichtig ist, auf dass man es einfach in Form einer Strafnorm lösen könnte.

Die von Forstmoser[11] vertretene Meinung, ein Straftatbestand wirke abschreckend und helfe das Unrechtsbewusstsein zu bilden, ist zwar nicht zu verneinen, sie gilt jedoch nur solange, als wirklich eine Chance besteht, dass ein allfälliger Straftatbestand zur Anwendung gelangen kann. Und dies wäre absolut nicht gewährleistet. Ueberdies kann man sich auch fragen, ob nicht das allgemeine Unrechtsbewusstsein zuerst vorhanden sein und erst dann das Strafrecht eingreifen müsse. Das Unrechtsbewusstsein kann auch auf eine weniger strenge Art gebildet werden, z.B. durch die Einführung von Gentlemen' Agreements und von Regelungen im Zivil- und Börsenrecht. Zwar könnte mittels einer Strafbestimmung das wohl grösste Hindernis bei der Feststellung von Insidern, das Bankgeheimnis, beseitigt werden. Bekanntlich ist es aber eine Leichtigkeit, Strohmänner für Börsengeschäfte zu gewinnen. Wie aber soll man diese erfassen? Solche Umgehungen führten automatisch dazu, dass ein Insider-Straftatbestand unwirksam würde.

Das Strafrecht sollte erst in letzter Linie zu Hilfe genommen werden. Die Einführung eines Insider-Straftatbestandes stellt eine unverhältnismässige und ungeeignete Massnahme zur Bekämpfung des Problemkreises dar und ist deshalb aus rechtspolitischen Gründen abzulehnen.

An dieser Stelle ist zu bemerken, dass der Verfasser der vorliegenden Arbeit nicht grundsätzlich gegen eine Strafnorm ist. Er könnte sich eine Pönalisierung des Insider-Handels gut im Rahmen des Nebenstrafrechts vorstellen. So z.B. im Anschluss an eine Insiderregelung im Börsenrecht oder, was allerdings unserem Recht fremd ist, als Sanktion eines

---

11 Forstmoser Peter, Effektenhandel durch Insider, SAG 1973, S. 150. Dieselbe Meinung vertritt er auch zusammen mit der vorne erwähnten Kommission (v. n. 5). Vgl. dazu Brunner Max, Wie kommt man den sogenannten Insider-Transaktionen bei?, SAG 48 (1976) 179 ff., der bezugnehmend auf Forstmoser, a.a.O., sich mit der Möglichkeit und Ausgestaltung eines neuen Straftatbestandes im StGB auseinandersetzt. In SAG 1977 (49) 14 ff. repliziert Forstmoser in einem Aufsatz mit dem Titel "Strafrechtliche Erfassung von Insidermissbräuchen?".

Verwertungsverbotes von Geschäfts- und Fabrikationsgeheimnissen im Aktiengesetz, ähnlich wie in der Bundesrepublik Deutschland[12].

12 Im Anschluss an die Geheimhaltungspflicht enthält § 404 Abs. 2 des deutschen Aktiengesetzes ein mit Strafe bedrohtes Verwertungsverbot, das sich gegen die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, sowie gegen Abwickler, Prüfer und Gehilfe von Prüfern richtet. Vgl. dazu von Stebut Dietrich, Geheimnisschutz und Verschwiegenheitspflicht im Aktienrecht, Köln 1972, S. 76 f.